



# DIE ZUKUNFT LIEGT IM GESCHÄFT

Die Investmentimplikationen  
transformativer neuer  
Unternehmensmodelle

Herbst 2019

Ausschließlich für professionelle Investoren bestimmt. Alle  
Investments sind mit Risiken verbunden, einschließlich  
möglicher Kapitalverluste.

# VORWORT

Das moderne Unternehmen ist eine der wichtigsten Erfindungen der Menschheitsgeschichte. Mehr als 50 % aller wirtschaftlichen Transaktionen finden intern innerhalb von Firmen und nicht über Märkte statt.<sup>1</sup> Firmen treffen Entscheidungen mit enormen Auswirkungen auf Wertschöpfung und Kapitalvernichtung. Da ein institutionelles Portfolio typischerweise mindestens zur Hälfte aus Unternehmensanleihen besteht, haben solche Unternehmensentscheidungen für langfristige Investoren große Bedeutung.<sup>2</sup>

Dies gilt besonders in der heutigen Welt, in der eine Vielzahl disruptiver Faktoren zur Entwicklung neuer Geschäftsmodelle geführt haben, die ganz andere Produktionsfaktoren einsetzen als in der Vergangenheit und neue Technologien und Netzwerkeffekte nutzen, um Märkte aggressiv zu dominieren. Gleichzeitig sehen sich Unternehmen mit einer Vielzahl neuer Stakeholder konfrontiert, die über die kurzfristige Gewinnoptimierung hinaus auf breitere soziale Zielsetzungen drängen.

Wir werden uns in diesem Dokument mit den neuen Chancen und dem geänderten Investmentkalkül befassen, die diese transformativen Geschäftsmodelle mit sich bringen. Hierzu haben 25 Investmentexperten von PGIM und zahlreiche namhafte Wissenschaftler, Industrieexperten und politische Entscheidungsträger ihre Erkenntnisse beigetragen.

Wir haben außerdem eine bahnbrechende Umfrage unter mehr als 300 börsennotierten und privaten Unternehmen in den USA, Deutschland und China durchgeführt, um die internen Motivationen und die künftigen Ziele von Firmen aus verschiedenen Teilen der Welt besser verstehen zu können. Die hierdurch gewonnenen Einsichten sollen sicherstellen, dass unsere Anlagethemen auf das Handeln und die Entscheidungen der Unternehmenswelt ausgerichtet sind.

Die aus dieser Untersuchung gewonnenen Ergebnisse haben wichtige Implikationen für alle Investoren. Es ist aus unserer Sicht für den langfristigen Anlageerfolg entscheidend, dass Anleger sich an rapide wandelnde Verhältnisse in der Unternehmenswelt effektiv anpassen.



**David Hunt**

President and Chief Executive Officer  
PGIM



**Taimur Hyat**

Chief Operating Officer  
PGIM

## Megatrend Series

# DIE ZUKUNFT LIEGT IM GESCHÄFT

Die Investmentimplikationen transformativer neuer Unternehmensmodelle

**KAPITEL 1**  
DIE EVOLUTION DES UNTERNEHMENS Seite 3

**KAPITEL 3**  
DAS SUPERSTAR-UNTERNEHMEN Seite 17

**KAPITEL 2**  
DAS „GEWICHTSLOSE“ UNTERNEHMEN Seite 7

**KAPITEL 4**  
DAS UNTERNEHMEN MIT GEMEINSINN Seite 25

## Über PGIM

PGIM ist der Investmentmanager von Prudential Financial, Inc. (PFI)\* und mit mehr als 1300 Mrd. US-Dollar unter Verwaltung (Stand: 30.6.2019) einer der zehn größten Assetmanager weltweit.\*\* Unsere 1100 Anlageexperten und Spezialisten bieten unseren Kunden eine breite Palette aktiv verwalteter Investmentlösungen aus privaten und öffentlichen Märkten für Fixed Income, Aktien, Immobilien, Alternative Investments und Private Capital, mit globaler Reichweite. Unsere umfassende Investmentexpertise, unser diszipliniertes Risikomanagement und unsere Stabilität helfen uns dabei, für unsere Kunden überdurchschnittliche langfristige Renditen zu erzielen. Weitere Informationen über PGIM finden Sie auf [www.pgim.com](http://www.pgim.com).

\* PFI aus den Vereinigten Staaten gehört nicht zu Prudential plc., einem im Vereinigten Königreich gegründeten Unternehmen.

\*\* Ranking nach der Pensions & Investments' Top Money Managers List, 28. Mai 2019. Grundlage für das Ranking war das von Prudential Financial mit Stand zum 31. Dezember 2018 verwaltete Vermögen.

## KAPITEL 1

# Die Entwicklung des Unternehmens

---

“

*Firmen entwickeln sich heute schneller und radikaler als jemals zuvor, was weitreichende Implikationen für ihr Wachstum, ihre Rentabilität und die Rendite hat.*

Unternehmen haben weltweit großen Einfluss auf Wirtschaft, Politik und Gesellschaft. Sie beschäftigen etwa zwei Drittel der globalen Arbeitsbevölkerung und generieren zwei Drittel der Bruttoinlandsprodukte.<sup>3</sup> Unternehmen spielen damit die zentrale Rolle in den modernen Volkswirtschaften der Welt. Im Idealfall treiben sie Innovation und Wachstum voran, befriedigen die sich stets wandelnden Wünsche ihrer Kunden, schaffen Arbeitsplätze, bilden aus und beleben ihr lokales gesellschaftliches Umfeld. Im schlimmsten Fall handeln sie betrügerisch, bilden Firmen-Kartelle, beeinflussen Wahlen, umgehen Vorschriften und tragen zu Naturkatastrophen bei.

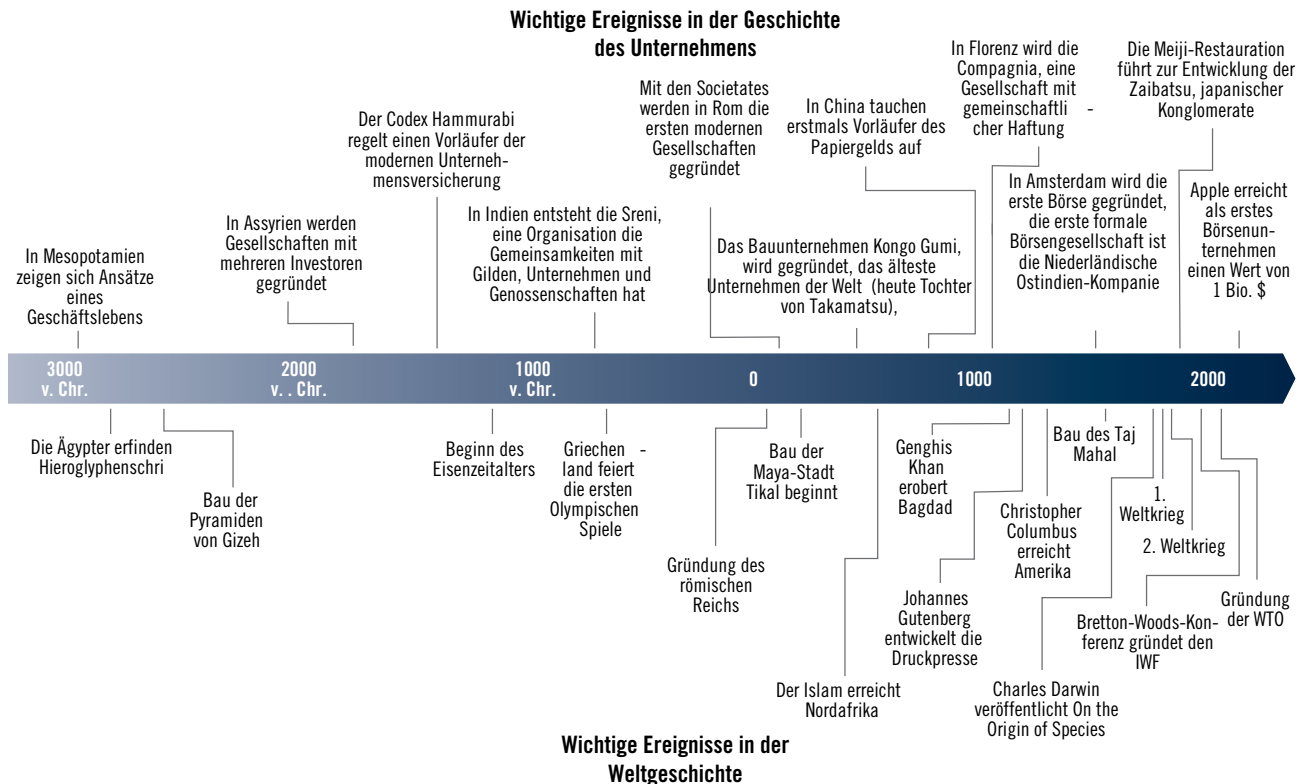
Der wichtigste Punkt für Investoren ist dabei, dass sich Firmen heute schneller und radikaler als jemals zuvor entwickeln – mit weitreichenden Implikationen für Wachstum, Rentabilität und Rendite. Natürlich hat es auch in der Vergangenheit weitreichende Umwälzungen in der Unternehmenswelt gegeben: Seit den ersten Aktienfonds im alten Anatolien über die staatlich gelenkten Unternehmen im europäischen Merkantilismus, die Unternehmen mit Haftungsbeschränkungen aus dem späten 19. Jahrhundert, die transnationalen Konzerne nach dem Zweiten Weltkrieg bis hin zu den neueren Unternehmen aus den achtziger Jahren, die ihre wichtigste Aufgabe in der Maximierung des Shareholder Value sahen, hat sich die Unternehmenswelt dramatisch gewandelt (Abbildung 1).

## Disruption in der Neuzeit

Wir erleben heute die nächste Stufe in der Ausrichtung der Unternehmenswelt. Eine Reihe disruptiver Kräfte haben zur Entstehung innovativer Geschäftsmodelle geführt, die neue Möglichkeiten für Investoren schaffen und in allen Anlageklassen fundamentale Veränderungen für Anlagekalkül und Portfolioallokation mit sich bringen. Wir glauben, dass drei neue Geschäftsmodelle besonders weitreichende Konsequenzen haben werden:

**Das „gewichtlose“ Unternehmen:** Firmen gehen immer stärker von Geschäftsmodellen, die auf physischem Kapital (Fabriken, Anlagen und Gerät) basieren, auf weniger kapitalintensive Modelle über, bei denen es um Investitionen in immaterielle Vermögenswerte wie

Abbildung 1: Die Institution Unternehmen gibt es schon seit dem Jahr 3000 v. Chr.



Quelle: John Micklethwait und Adrian Wooldridge, „The Company: A Short History of a Revolutionary Idea,“ Modern Library, 2005; Paul Walker, „The Theory of the Firm: An overview of the economic mainstream“, Routledge, 2017.

Forschung und Entwicklung, Software, geistiges Eigentum, Daten, Marken, Design und Plattformen geht. Der Anteil der immateriellen Werte am Marktwert insgesamt hat sich seit 1985 verdoppelt.<sup>4</sup>

**Das Superstar-Unternehmen:** Firmen nutzen Technologie, proprietäre Daten und Netzwerkeffekte, um Skalierungsvorteile zu nutzen und gegenüber ihren Konkurrenten Produktivitätsvorteile zu etablieren. Das hat dazu geführt, dass in vielen Branchen zunehmend das „Winner-takes-all“-Prinzip herrscht. Im Jahr 1975 entfiel die Hälfte der von US-Börsenunternehmen erzielten Gewinne auf 109 Unternehmen. Heute sind es nur noch 30, die diesen Anteil erwirtschaften.<sup>5</sup>

**Das Unternehmen mit Gemeinsinn:** Firmen messen ihren Erfolg immer mehr nicht nur am finanziellen Gewinn oder Verlust. Kunden, Mitarbeiter, Aufsichtsbehörden und Aktionäre machen Unternehmen rechenschaftspflichtig für ein breiteres Spektrum gemeinschaftlicher Werte. Es ist nicht länger ausreichend, nur den Quartalsgewinn zu maximieren. Heute geben die internationalen Konzerne des Fortune 500 Index im Jahr im Zusammenhang mit ihrer gesellschaftlichen Verantwortung dreimal so viel aus, wie das Entwicklungsprogramm der Vereinten Nationen und die UNICEF für Entwicklungshilfe und humanitäre Hilfe aufwenden.<sup>6</sup>

Dabei ist zu beachten, dass diese drei Merkmale im 21. Jahrhundert auch außerhalb bestimmter Nischen in der Technologiebranche immer mehr an Bedeutung zunehmen. Wir glauben, dass diese Charakteristiken sich überlappen und häufig gegenseitig verstärken und dass sie von Unternehmen, die Innovationen schaffen und wachsen wollen, nicht ignoriert werden sollten. Eine Erhebung von PGIM im Jahr 2019 unter Firmen aus China, Deutschland und den USA bestätigt diese These.<sup>1</sup> Knapp 60 % der befragten Unternehmen gaben an, dass immaterielle Vermögenswerte in den vergangenen drei Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Mehr als 80 % der chinesischen Unternehmen sind davon überzeugt, dass sich dieser Trend in den nächsten drei Jahren fortsetzen wird. Außerdem sagen weltweit zwei von fünf Unternehmen (und mehr als die Hälfte der in Deutschland befragten Unternehmen), dass sie jetzt versuchen, einen Ausgleich zu

finden zwischen dem Ziel der Gewinnmaximierung und den Anliegen anderer Stakeholder wie insbesondere Mitarbeiter, Kunden und Heimatland.

Selbst ganz traditionelle Unternehmen mit langer Firmengeschichte werden sich also damit auseinandersetzen müssen, wie sie auf die wachsende Bedeutung immaterieller Vermögenswerte und die Bedrohungen und Chancen durch das Entstehen der Superstar-Unternehmen reagieren, und wie sie mit den höheren Erwartungen von Kunden, Mitarbeitern, Anlegern und Aufsichtsbehörden im Hinblick auf den erweiterten „Zweck“ des Unternehmens umgehen. Tatsächlich werden diese Merkmale wahrscheinlich in den kommenden Jahren in vielen Branchen großen Einfluss auf den Erfolg und Misserfolg der Unternehmen haben.

*Auch ganz traditionelle Unternehmen mit langer Firmengeschichte werden sich damit auseinandersetzen müssen, wie sie auf die wachsende Bedeutung immaterieller Vermögenswerte und die Bedrohungen und Chancen durch das Entstehen der Superstar-Unternehmen reagieren, und wie sie mit den höheren Erwartungen von Kunden, Mitarbeitern, Anlegern und Aufsichtsbehörden im Hinblick auf den erweiterten „Zweck“ des Unternehmens umgehen.*

## Was bedeuten diese Veränderungen für Investoren?

Um auf die Auswirkungen dieser neuen Geschäftsmodelle vorbereitet zu sein, müssen institutionelle Investoren die sich wandelnden Strukturen und Verhaltensweisen der Unternehmen, in die sie investieren, genau im Blick behalten. Dabei sind zum Beispiel die folgenden Fragestellungen wichtig:

- Hat der Trend zu forschungsintensiven Unternehmen mit geringerem Kapitalbedarf die Notwendigkeit einer Börsenfinanzierung gemindert, und was bedeutet das

<sup>1</sup> PGIM hat CoreData Research beauftragt, leitende Führungskräfte mit strategischer Verantwortung bei einer Vielzahl verschiedener börsengehandelter und privater Unternehmen aus den USA, Deutschland und China zu diesen Themen zu befragen. Im Juni 2019 wurde eine quantitative Online-Erhebung mit 49 Fragen unter 300 Teilnehmern durchgeführt (100 pro Land). Die dafür ausgewählten Firmen hatten einen Jahresumsatz von mindestens 50 Mio. USD in China und 100 Mio. USD in Deutschland und den USA. Neben der quantitativen Erhebung wurden 24 qualitative Telefoninterviews mit ähnlichen Teilnehmern durchgeführt.

für meine Gewichtung in Bezug auf öffentliche und private Märkte?

- Mindern „Winner-takes-all“ Superstar-Unternehmen die wirtschaftliche Dynamik, und was bedeutet das für meine Konzentrationsrisiken und für die Wertpapierauswahl bei Aktien und Unternehmensschulden?
- Wie sollten Börseninvestoren und Investoren in privaten Märkten Unternehmen bewerten, die ihre Netzwerke und „Daten-Burggräben“ („moats“) ausbauen und Cashflow und Profitabilität auf kürzere Sicht vernachlässigen?
- Wie sollten Investoren mit Unternehmen umgehen, die ihre Unternehmenscharta um gesellschaftliche Ziele erweitern und neben ihren Aktionären ein breiteres Spektrum von Stakeholdern ansprechen? Wie können Investoren mit Blick auf ihre eigenen ESG-Ziele solche Unternehmen richtig bewerten und unterstützen?

Die nächsten drei Kapitel erläutern die Chancen, die sich aus diesen neuen Geschäftsmodellen jeweils ergeben. Die kollektiven Auswirkungen der transformativen globalen Unternehmenslandschaft haben offensichtlich auch große Bedeutung für die Entscheidungen der Investmentverantwortlichen (CIO):

- **Neubewertung der Allokation Public/Private.** „Gewichtslose“ Firmen können mit dem Börsengang länger warten, da sie geringere Kapitalanforderungen haben als traditionelle Unternehmen mit kapitalintensivem physischem Investitionsbedarf. Sie haben in der Regel auch geringere Festkosten und (in späteren Entwicklungsstadien) keine Probleme, sich in großem Umfang privates Kapital zu beschaffen. Investoren, die sich an der neuen „capital-lite“ Wirtschaft beteiligen wollen, insbesondere an technologisch innovativen Unternehmen aus den Industrienationen, sollten eine stärkere Fokussierung auf Private Equity und Privatfinanzierungen in Erwägung ziehen.
- **Anpassung von Risikomodellen zur richtigen Einschätzung von Unternehmen, die auf immateriellen Faktoren aufbauen.** Die Ratingagenturen legen bei der Bewertung von Kreditrisiken nach wie vor den Schwerpunkt auf materielle Vermögenswerte. Sachkapital wird bei den Unternehmen der Zukunft eine geringere Rolle spielen, obwohl ihre Cashflows genauso stabil und verlässlich

sein können wie bei traditionellen Unternehmen, gerade auch aufgrund ihrer hohen variablen Kosten und des geringen Bedarfs an Kapitalinvestitionen. Aus der Bewertungspraxis der Ratingagenturen kann sich eine Bewertung der mit solchen Unternehmen verbundenen Risiken ergeben, von der umsichtige Investoren sowohl in den öffentlichen als auch in den privaten Kreditmärkten profitieren können.

- **Entwicklung eines Investmentansatzes zur Identifizierung der nationalen Superstars der nächsten Generation und zur Überwachung des Portfolios auf steigende Obsoleszenzrisiken.** Vor dem Hintergrund zunehmender Unternehmenskonzentrationen, der geringeren Zahl neuer Markteinsteiger und der wachsenden „Todeszonen“ für Start-ups ist es für Investoren wichtig, potentielle Superstars mit Durchhaltevermögen bereits frühzeitig zu identifizieren. Wir haben eine Reihe von Indikatoren identifiziert, die dabei helfen können, erfolgreiche Superstars in verschiedenen Sektoren im Rahmen eines aktiven Eigenkapital-Investmentansatzes zu identifizieren. Ebenso wichtig ist es für CIOs, Wege zu finden, ihre Portfolios gegen Obsoleszenzrisiken abzusichern. Dazu könnte zum Beispiel die Häufigkeit der Portfolioreviews erhöht und ein Team mit Experten aus den verschiedenen Assetklassen gebildet werden, um die Auswirkungen disruptiver Geschäftsmodelle auf ihre Investments einzuschätzen. Insbesondere Investments mit sehr langen Sperrfristen oder Laufzeiten sind durch disruptive Änderungen aufgrund neuer Trends bedroht.
- **Übergang zu ESG-Ansätzen der nächsten Generation: Bei ESG-Kennzahlen gibt es keinen universellen Ansatz, der für verschiedene Firmen aus unterschiedlichen Branchen anwendbar wäre.** Formelhafte ESG-Konzepte können daher für die Erreichung von Anlagezielen und ESG-Zielen ungeeignet sein. Besser ist die Nutzung eines aktiven, angepassten Rahmens mit Kennzahlen, die auf die spezifische Branche oder sogar eine spezifische Firma zugeschnitten sind. So können Investoren ethisch handeln und dabei erfolgreich sein.

Wir werden uns im vorliegenden Bericht mit diesen und anderen Investmentthemen auseinandersetzen und hoffen, dass diese Analyse über den Wandel in der globalen Unternehmenslandschaft dem Leser dabei hilft, die Anlagemöglichkeiten und Risiken besser zu verstehen, die sich aus den tiefgreifenden Veränderungen ergeben.

## KAPITEL 2

# Das „gewichtlose“ Unternehmen

---

“

*Firmen lösen sich zunehmend von den Äußerlichkeiten, die sie in der Vergangenheit definiert haben: Sachwerte, Mitarbeiter und Firmenzentralen im Unternehmenseigentum.*



Firmen lösen sich zunehmend von den Äußerlichkeiten, die sie in der Vergangenheit definiert haben: Sachwerte, Mitarbeiter und Firmenzentralen im Unternehmenseigentum. Dies hat weitreichende Konsequenzen für die Investoren dieser neuen „gewichtslosen“ Unternehmen und macht ein Umdenken nötig. Für die Bewertung von Anlagechancen in private und börsengehandelte Unternehmen und Immobilien müssen neue Ansätze gefunden werden (Abbildung 2).<sup>1</sup>



### KAPITAL

Immaterielle Vermögenswerte gewinnen an Bedeutung, Gewicht



### ARBEIT

Der Trend zur Gig Economy und zu flexiblem Arbeiten



### UNTERNEHMENSIMMOBILIEN

WeWork und andere Anbieter flexibler Büroflächen drängen auf den Büromarkt

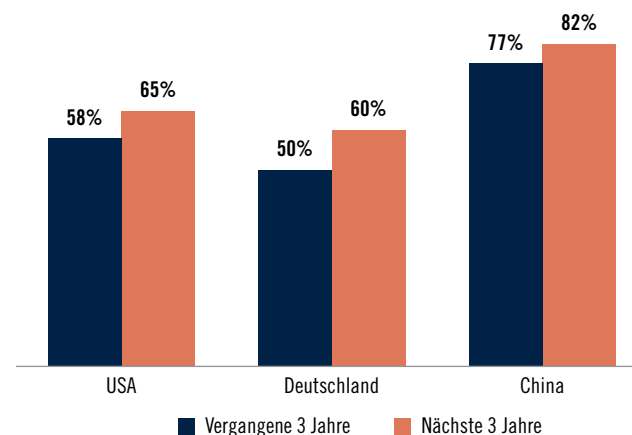
## Kapital: Die Ära der immateriellen Vermögenswerte

Investitionen in geistiges Eigentum und andere immaterielle Kapitalwerte sind zu einem entscheidenden Wachstumstreiber in der Wissensgesellschaft geworden. Tatsächlich wird in vielen Industrienationen mehr Geld in immaterielle Vermögenswerte als in traditionelle Sachwerte investiert.

Die Entwicklung neuer Technologien hat dazu geführt, dass dieser Trend auch in Branchen zu beobachten ist, die in der Vergangenheit stark von traditionellen Produktionsfaktoren geprägt waren. In der Landwirtschaft ist zum Beispiel abzusehen, dass kommerziell genutzte vertikale Anbaumethoden den Bedarf an Bodenfläche mindern werden. Die proprietären Techniken, die von den einzelnen Firmen für den vertikalen Anbau entwickelt werden, sind ihr geistiges Eigentum und mehren ihr immaterielles Kapital. Auch im Öl- und Gassektor setzen sich moderne Bohrtechnologien und Messsysteme durch, die viele traditionell kapital- und arbeitsintensive Verfahren automatisieren.

In Europa machen immaterielle Vermögenswerte mittlerweile mehr als 70 % des Marktwerts des S&P Europe 350 und in den USA mehr als 85 % des S&P 500 aus.<sup>7</sup> Der Trend zum immateriellen Kapital ist insbesondere in den USA zu beobachten, wo Investitionen in diesen

Abbildung 2: Anteil der Unternehmen, die immaterielle Vermögenswerte für wichtiger halten als Sachkapital



Quelle: Proprietäre Umfrage von PGIM unter mehr als 300 öffentlichen und privaten Unternehmen aus den USA, Deutschland und China (2019).

<sup>i</sup> Neben der abnehmenden Abhängigkeit von physischen Produktionsfaktoren geht der Trend auch zur „staatenlosen“ Firma – Unternehmen, die effizient in einer Vielzahl von Märkten und Regulierungssystemen operieren. Weitere Informationen über diesen Trend und die Auswirkungen auf den Investmentbereich finden Sie in „The End of Sovereignty: Globalization, Nationalism and the Implications for Institutional Investors“, PGIM, Frühjahr 2018.

## Was ist der Grund für das wachsende Gewicht immaterieller Vermögenswerte?

Immaterielle Vermögenswerte sind nicht-monetäre Wirtschaftsgüter ohne physische Substanz.\* Dazu gehören typischerweise insbesondere: Forschung und Entwicklung, Daten, Designs, Patente, Software, Training, intellektuelles Kapital, Geschäftspraktiken und -prozesse, Marketing, Digitalisierung und Branding. Sachanlagen sind dagegen physischer Natur: Beispiele dafür sind Grundstücke, Fahrzeuge, Maschinen, Ausrüstungen, Vorräte und gewerbliche Immobilien.

Obwohl die Zusammensetzung dieser Vermögenswerte in jeder Branche und bei jedem Unternehmen anders aussieht, gibt es doch eine Reihe immaterieller Vermögenswerte, die allgemein in vielen Bereichen der globalen Wirtschaft an Bedeutung gewonnen haben. Einige Beispiele:

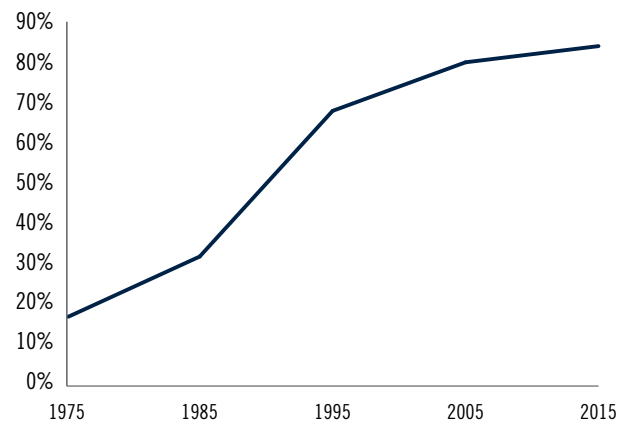
- **Forschung und Entwicklung:** Angesichts der rasanten technologischen Entwicklung und der kürzeren Produktzyklen müssen Unternehmen in Innovationen investieren, um konkurrenzfähig zu bleiben und eine Obsoleszenz zu vermeiden.
- **Daten:** Durch die zunehmende Bedeutung von künstlicher Intelligenz, Maschinen-Lernen, Algorithmen und Personalisierung in der globalen Wirtschaft sind Daten für die meisten Geschäftsbetriebe ein integraler Wertschöpfungsfaktor geworden.
- **Design:** Die zunehmende Komplexität moderner Technologie und moderner Güter zwingen Unternehmen zur Optimierung von Produkt- und Prozessdesign, um diese Technologien und Prozesse für ihre Kunden einfach, intuitiv und komfortabel zu gestalten.
- **Software:** Eine wachsende Zahl von Unternehmen benutzt Software zur Digitalisierung, Automatisierung und Analyse ihrer Geschäftsprozesse, um Produktivitätsgewinne zu erzielen.
- **Automatisierung von Geschäftsprozessen:** Mit der Einführung moderner Robotertechnologie und der Prozessdigitalisierung können Firmen ihren Workflow zunehmend automatisieren. Dies ermöglicht die Reduzierung von Arbeitsaufwand, Verwaltungsaufwand und Fehlern und verbessert die betriebliche Stabilität und die Kundenerfahrung.

\* Nach den GAAP-Bilanzierungsregeln werden Investitionen in immaterielle Vermögenswerte nicht als Aktiva erfasst und werden als Aufwand behandelt.

Bereich bereits seit den neunziger Jahren die Investitionen in Sachkapital übersteigen, ein Trend, bei dem noch kein Ende abzusehen ist (Abbildung 3).<sup>8</sup> Auch wenn dieser Trend in erster Linie in den Industrienationen stattfindet, mehren sich die Anzeichen dafür, dass der Anteil immaterieller Vermögenswerte auch weltweit ansteigt. Dies lässt vermuten, dass die Entwicklung in den Industrienationen nicht ausschließlich Konsequenz der Fertigungsverlagerung in Schwellenländer ist, sondern Ausdruck eines fundamentalen globalen Trends.<sup>9 ii</sup>

Der in vielen Industrienationen zu beobachtende Schwenk von materiellen Vermögenswerten hin zu immateriellen Vermögenswerten war auch ein wichtiger Grund dafür, warum für viele „gewichtlose“ Firmen die Börsenmärkte dieser Länder weniger interessant geworden sind.<sup>10</sup> Tatsächlich ist die Zahl der börsennotierten Unternehmen

Abbildung 3: In den vergangenen 40 Jahren ist der Anteil der immateriellen Vermögenswerte am Marktwert des S&P 500 stark gestiegen



Quelle: „Intangible Asset Market Value Study“, Ocean Tomo, 2017.

<sup>ii</sup> Der Wirtschaftswissenschaftler Dani Rodrik spricht in diesem Zusammenhang über eine „verfrühte Deindustrialisierung“ in vielen Schwellenländern, wo der Anteil der traditionellen industriellen Fertigung sowohl bei der Beschäftigung als auch bei der Wertschöpfung zurückgeht. Weitere Informationen finden Sie in „Premature deindustrialization“, Dani Rodrik, Journal of Economic Growth, Springer, Vol. 21(1), S. 1-33, März 2016.

in den USA von ihrem Höchststand von mehr als 8000 im Jahr 1996 auf nur noch 4500 im Jahr 2018 gesunken.<sup>11</sup> Es lassen sich eine Vielzahl von Gründen für diesen Rückgang finden, wie etwa die gute Verfügbarkeit von Privatkapital und die hohen Kosten für Reporting und regulatorische Compliance, die Börsenunternehmen entstehen. In den Börsenmärkten in den USA, Großbritannien und in der Eurozone, die traditionell von Firmen mit viel immateriellem Kapital dominiert werden, ist der Rückgang aber zum Teil auf den starken Trend zu weniger kapitalintensiven, „gewichtlosen“ Unternehmensmodellen zurückzuführen:

- Firmen mit hohem Forschungs- und Entwicklungsaufwand und immateriellem Kapital haben auf dem Weg zur Profitabilität meist einen längeren Weg zurückzulegen. Für sie stellt die Forderung nach kurzfristigen Gewinnen und die Launenhaftigkeit des Börsenpublikums ein Problem dar.
- Die US-Rechnungslegungsvorschriften GAAP benachteiligen außerdem immaterielle Vermögenswerte,

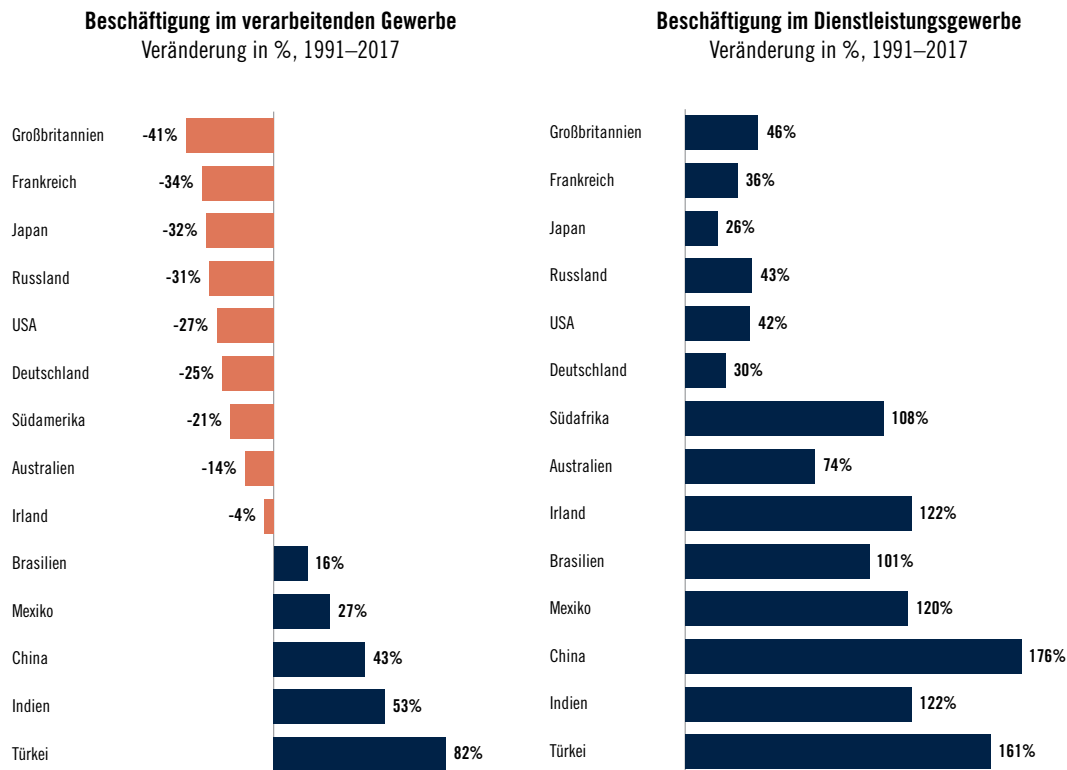
indem sie Investitionen in Forschung und Entwicklung als Aufwand behandeln.

- Viele Firmen sind außerdem nicht gerne bereit, Details über ihr geistiges Eigentum zu veröffentlichen. Während Sachwerte nicht einfach enteignet werden können, besteht bei geistigem Eigentum die Gefahr, dass Konkurrenten sich dieses Wissen zunutze machen könnten.
- Gewichtlose Unternehmen benötigen meist mehr Kapital als Firmen in kapitalintensiven physischen Branchen, so dass sie für die Skalierung ihres Geschäfts weniger stark auf die öffentlichen Märkte angewiesen sind.

Die steigende Bedeutung immaterieller Vermögenswerte wird durch drei Faktoren getrieben:

1. Die Entwicklung der Wirtschaft weg von der industriellen Beschäftigung hin zur Dienstleistungsgesellschaft (Abbildung 4). In den USA beispielsweise ist der Sektor der freiberuflichen und unternehmensbezogenen

**Abbildung 4: Die Beschäftigung im fertigen Gewerbe hat in den meisten Industrienationen abgenommen, während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor zugenommen hat**



Quelle: „International Comparisons of Manufacturing Productivity & Unit Labor Costs“, Conference Board, Stand: 2. Juni 2019; Internationale Arbeitsorganisation, Stand: 4. Juni 2019.

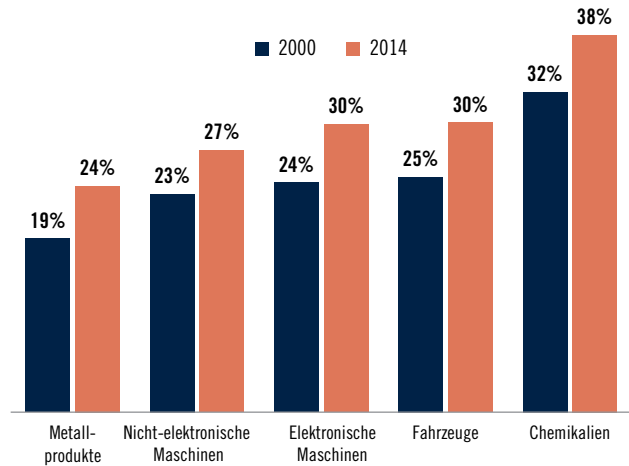
Dienstleistungen zehnmal so schnell gewachsen wie das verarbeitende Gewerbe.<sup>12</sup> Und obwohl die Auslagerung der Fertigung in die Schwellenländer für einen Teil dieser Entwicklung in Industrienationen verantwortlich ist, ist die Entwicklung weg von der industriellen Wirtschaft hin zu einer Dienstleistungswirtschaft ein weltweit zu beobachtendes Phänomen.<sup>13</sup>

2. Sehr lange und komplexe Lieferketten haben den Bedarf an Software und automatisierten Geschäftsprozessen erhöht. Wenn Unternehmen sich über ihre ursprünglichen geographischen Gebiete hinaus ausdehnen, wird es für sie wichtig, mehr in lokales Branding, lokale Managementkompetenz und in Informationen, Kommunikation und Technologie zu investieren, um komplexe Produktions- und Vertriebsprozesse zu koordinieren.

3. Auch in den traditionellen, von Sachwerten dominierten kapitalintensiven Branchen haben immaterielle Vermögenswerte stark an Bedeutung gewonnen (Abbildung 5). So sind zum Beispiel Unternehmen aus traditionellen Industriesektoren zunehmend gezwungen, in geistiges Eigentum, Daten, Software, Forschung und Entwicklung und Branding zu investieren, um Obsoleszenz zu vermeiden.

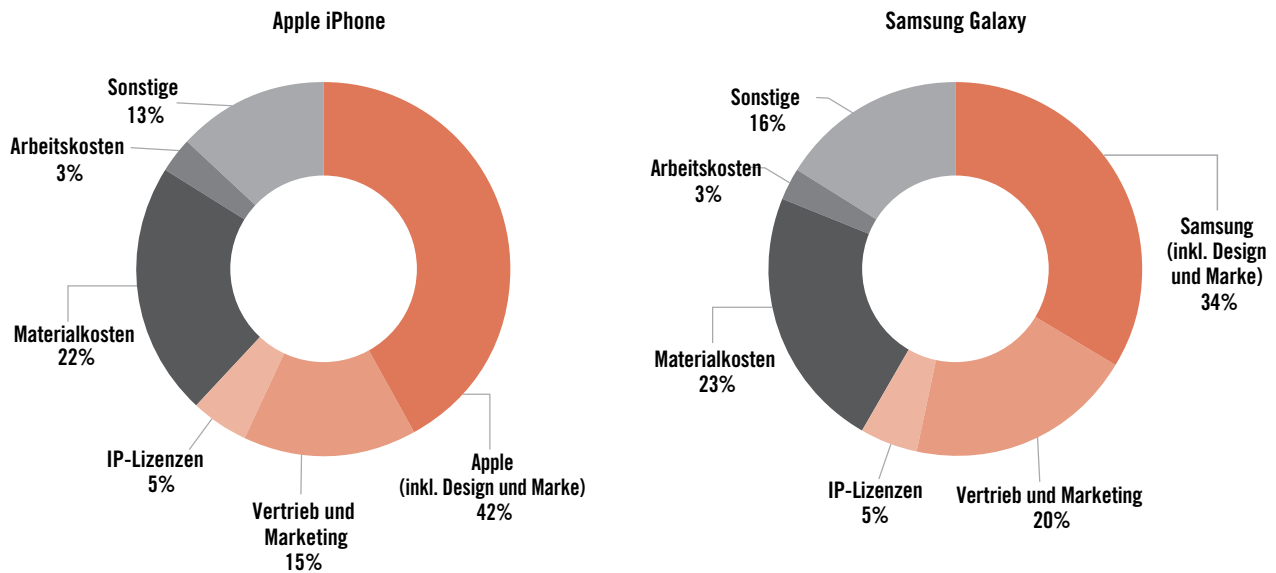
Außerdem ist im fertigen Gewerbe heute der überwiegende Anteil der Wertschöpfung auf immaterielle Vermögenswerte zurückzuführen. So machen Arbeit und Materialkosten zum Beispiel nur etwa 25 % des Wertes der führenden Smartphones aus. Zwei Drittel entfallen auf Design, Branding, Vertriebsnetzwerke, Marketing und geistiges Eigentum (Abbildung 6).

Abbildung 5: Der steigende Wert immateriellen Kapitals



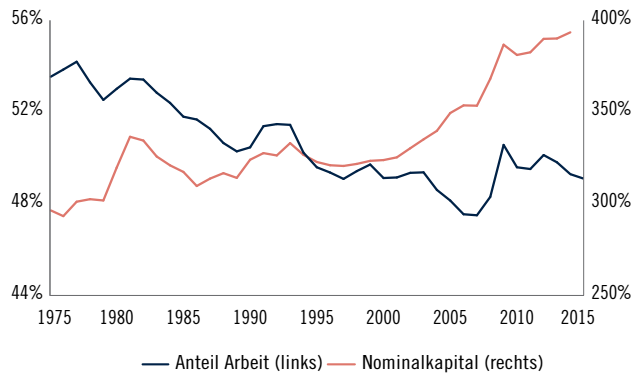
Quelle: Wen Chen, Bart Los und Marcel P. Timmer: „Factor Incomes in Global Value Chains: The Role of Intangibles“, NBER Working Paper No. w25242, November 2018.

Abbildung 6: Smartphone-Wertschöpfung vor allem durch immaterielle Vermögenswerte



Quelle: „World Intellectual Property Report 2017“, World Intellectual Property Organization, 2017. Summe gegebenenfalls nicht 100 % aufgrund von Rundungseffekten.

Abbildung 7: **Das Verhältnis Kapital/Welt-BIP steigt, während der Anteil der Arbeitnehmer am globalen Volkseinkommen sinkt**



Quelle: „World Economic Outlook April 2019“, International Monetary Fund, 2019.

## Arbeit: Der Abschied vom Mitarbeiter

Im Jahr 1990 erwirtschafteten die drei großen Automobilhersteller aus Detroit einen Jahresumsatz von 250 Mrd. USD mit 1,2 Millionen Mitarbeitern. Heute machen die drei größten Technologieunternehmen mehr als den doppelten Umsatz mit weniger als einem Drittel des Personals.<sup>14</sup> Während die wachsende Bedeutung von Forschung und geistigen Eigentumsrechten den Bedarf an hochqualifizierten Mitarbeitern stark erhöht hat, ermöglichen es die durch immaterielle Vermögenswerte erzielten Produktivitätsgewinne diesen Unternehmen, mit weit weniger Mitarbeitern auszukommen als noch vor 30 Jahren.

Die Gegenpole Detroit und Silicon Valley verdeutlichen einen allgemeinen, globalen Trend: Der Anteil der Arbeitnehmer an den wirtschaftlichen Früchten der Produktion nimmt ab, während das Kapital einen größeren Anteil beansprucht (Abbildung 7).

Für diesen Trend lassen sich drei Hauptfaktoren ausmachen:

**Erstens scheint das Produktivitätswachstum gegenwärtig in vielen Industrienationen insgesamt relativ schwach zu sein, da sowohl innerhalb von Branchen als auch im Vergleich verschiedener Branchen neue Technologien nicht überall optimal genutzt werden.** Die Gewinner unter den Firmen – größere, profitablere Unternehmen mit hohem Patentbestand – konnten seit dem Jahr 2000 hohe Produktivitätsgewinne verbuchen. Sie sind Vorreiter bei der Entwicklung hin zu weniger arbeitsintensiven Unternehmensmodellen.<sup>iii</sup> Diese Firmen erreichen das üblicherweise durch eine Steigerung der Produktivität mittels Technologie und immateriellen Vermögenswerten, sowie durch neue Wege der Arbeitsauslagerung, vor allem in Form der sogenannten „Gig Economy“. (Der Begriff der „Gig Economy“ bezeichnet ein Wirtschaftssegment, das von Freiberuflern und Teilzeitbeschäftigten dominiert wird. Beispiele sind Uber und Airbnb.)

*Viele Berufe mit mittlerem Einkommen werden durch Automatisierung oder andere technologische Innovationen eliminiert.*

**Zweitens wurde der US-Arbeitsmarkt „ausgehöhlt“ – viele Berufe und Arbeitsplätze mit mittlerem Gehalt verschwinden aufgrund von Automatisierung und anderen technologischen Innovationen.** Laut einer Studie von PGIM Fixed Income ist in den USA im vergangenen Jahrzehnt eine große Zahl von Berufen im mittleren Gehaltsbereich dramatisch geschrumpft, während die Zahl der gering- und hochbezahlten Arbeitsplätze zugenommen hat. Fortschritte in Technologie und Produktivität haben

Abbildung 8: **Gig-Economy-Firmen generieren erhebliche Umsätze mit sehr wenigen Mitarbeitern<sup>17</sup>**

Uber	Airbnb	Didi	Ola
22.000 Mitarbeiter	4.000 Mitarbeiter	13.000 Mitarbeiter	8.000 Mitarbeiter
3.900.000 Fahrer	650.000 Unterkünfte	31.000.000 Fahrer	1.000.000 Fahrer
11,3 Mrd. \$ Umsatz	2,8 Mrd. \$ Umsatz	38,3 Mrd. \$ Umsatz	265 Mio. \$ Umsatz

Quelle: Uber, Statista, Airbnb, Owlser, Forbes, Economic Times, The Tribune, TechCrunch, China Daily, South China Morning Post.

<sup>iii</sup> Warum sich das Produktivitätswachstum in den nächsten Jahren voraussichtlich wieder beschleunigen wird, erfahren Sie in unserer Analyse „The Technology Frontier: Investment Implications of Disruptive Change“, PGIM, Herbst 2018.

auf breiter Front zu einer Abnahme der Arbeitsplätze in den Bereichen Wartung und Produktion, aber auch bei den Büroarbeiten und in der Unternehmensadministration geführt.<sup>15</sup>

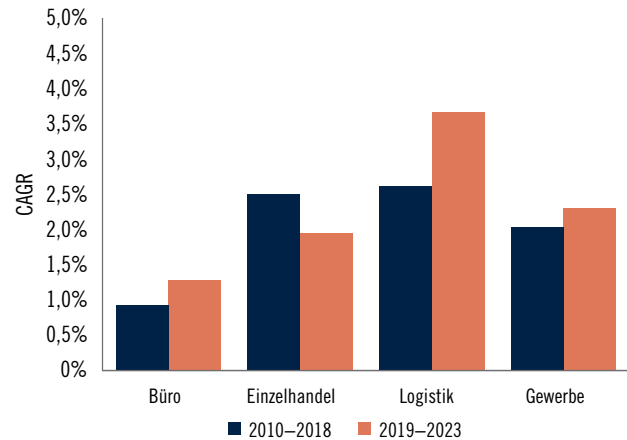
**Drittens ist die Anzahl der Vollzeitbeschäftigten vor dem Hintergrund der steigenden Bedeutung von Teilzeit-Modellen gesunken.** Online-Plattformen und -Marktplätzen prägen die „Gig-Economy“. Charakteristisch für die Gig Economy ist, dass Vermögenswerte zur Nutzung bereitgestellt werden und keine Eigentumsübertragung erfolgt. Obwohl „Gig“-Arbeiter nach wie vor nur einen relativ kleinen Anteil der globalen Beschäftigung ausmachen (in den USA und Großbritannien arbeiten etwa 4 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter für On-Demand-Plattformen), beginnt sich das Gig-Worker-Modell in einigen der größten und wachstumsstärksten Unternehmen der Welt durchzusetzen.<sup>14</sup> Unternehmen wie Airbnb (USA), Uber (USA.), Fatchr (VAE), Careem (VAE), Ola (Indien) und Didi Chuxing (China) beschäftigen nur wenige „Vollzeitmitarbeiter“, nehmen aber eine viel größere Zahl von „unabhängigen Unternehmern“ unter Vertrag, und dieser „unabhängige“ Anteil ihres Personalmodells wächst sehr schnell (Abbildung 8).

*Der tiefgehende Wandel bei den Präferenzen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern verändert die Bürolandschaft.*

Das Arbeitsmodell der Gig-Economy bietet klare Vorteile. Es verbessert die Ausnutzung von Produktionsfaktoren und reduziert für Verbraucher weltweit potenziell die Kosten von Dienstleistungen. Auch den Berufstätigen bietet sie Vorteile: erheblich mehr Freiheit und Flexibilität im Umgang mit ihrer Zeit. Sie sind dadurch besser in der Lage, ihre Arbeitszeiten um andere Zeit-Prioritäten und Verpflichtungen herum zu organisieren.

Es gibt aber auch erhebliche Bedenken. So haben selbstständige Unternehmer nach dem Arbeitsrecht in den USA und Europa nicht den gleichen rechtlichen und wirtschaftlichen Schutz wie Vollzeitmitarbeiter. Das betrifft Mindestlohnregelungen, den Schutz vor ungerechtfertigter Kündigung, Sozialversicherung, Betriebsrenten und andere Altersvorsorgeprogramme.<sup>18</sup> Eine Studie von McKinsey hat beispielsweise ergeben, dass etwa 30 % der Selbstständigen in den USA und Europa ihre Tätigkeit notgedrungen

Abbildung 9: **Globales Wachstum des Immobilienangebots nach Sektor**



Quelle: „Trends for 2019: Global Real Estate Trends Set to Shape the Next 12 Months“, PGIM Real Estate, Dezember 2018.

wahrnehmen.<sup>19</sup> Dies erklärt möglicherweise, warum das Einkommen solcher „Unternehmer“ in aller Regel niedriger ist als das Gehalt von Vollzeitangestellten. Schätzungen zufolge verdienen manche Gig-Worker nach Abzug der Geschäftskosten (die ein traditioneller Arbeitgeber tragen würde) nicht mehr als 2 USD pro Stunde.<sup>20</sup>

## Immobilien: Das flexible Büro

Der tiefgehende Wandel bei den Präferenzen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern sowie Fortschritte in Bürodiesign und Büronutzung verändern die Bürolandschaft. Es zeichnen sich dabei drei Haupttrends ab: steigende Nutzungsdichte, flexiblere Arbeitsmodelle und Coworking-Büros.

**Steigende Nutzungsdichte.** Firmen nutzen aufgrund des sinkenden Platzbedarfes der technologischen Einrichtungen und neuer Bürolayouts ihre physischen Flächen effizienter. Dies hat zu einer Erhöhung der Nutzungsdichte und zu einer Verlangsamung des Wachstums der Büronachfrage geführt. In den USA ist die durchschnittliche Bürofläche seit den frühen neunziger Jahren von ca. 19 m<sup>2</sup> auf knapp 17 m<sup>2</sup> gesunken.<sup>21</sup> Prognosen zufolge wird die Nachfrage nach Büroraum in Zukunft im Vergleich zu anderen Immobiliensektoren eher mäßig ausfallen (Abbildung 9). Dies ist mindestens zum Teil aufgrund der größeren Dichte der Mitarbeiter auf den Büroflächen zurückzuführen.

**Mobiles Arbeiten und Home Office.** In den letzten Jahren haben die Möglichkeiten einer flexiblen Arbeitsgestaltung dramatisch zugenommen. Dies betrifft sowohl den

Abbildung 10: Flexible Büroflächen haben eine radikale Transformation durchlaufen

Vergangenheit



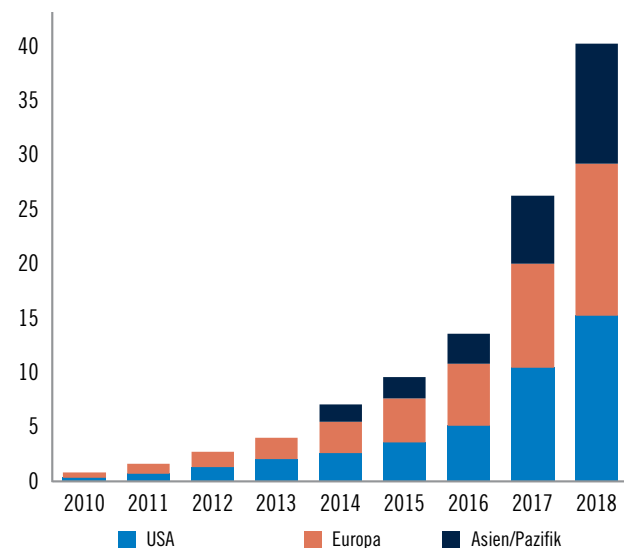
Gegenwart



Spielraum bei Dauer und Struktur der Arbeitszeit als auch die Möglichkeit, außerhalb des Büros zu arbeiten. Obwohl diese flexibleren Arbeitsformen vor allem in Industrienationen wie den USA und Großbritannien viel Aufmerksamkeit erhalten, gibt es diesen Trend überall auf der Welt.<sup>iv</sup> Mehr als die Hälfte der von PGIM in China befragten 100 börsennotierten und privaten Unternehmen nutzt zum Beispiel bereits flexible Büroarbeit.

Der wichtigste Aspekt ist wohl die Verbreitung des mobilen Arbeitens. Dieser Trend begann bereits im Jahr 1979 mit einem Experiment von IBM. Um die Überfüllung des IBM-Forschungszentrums in Silicon Valley zu mindern, installierte das Unternehmen Heimterminale für fünf Mitarbeiter.<sup>22</sup> Das war der Startschuss für das „Telecommuting“. In den vergangenen Jahrzehnten haben es Technologien wie Videokonferenzen, Netzwerk-Fernzugriff und Breitband-Internet Unternehmen und Menschen ermöglicht, von überall aus und zu jeder beliebigen Zeit zu arbeiten. Mit der Verbreitung dieser Technologien hat sich auch die Zahl der mobil und im Home Office tätigen Arbeitnehmer vergrößert. Eine neue Untersuchung von mehr als 18.000 Berufstätigen von 96 Unternehmen aus verschiedenen Branchen hat ergeben, dass mehr als 70 % der Mitarbeiter mindestens einen Tag in der Woche von einem anderen Ort als dem Büro aus arbeiten. 53 % arbeiten mindestens die Hälfte ihrer Arbeitswoche nicht im

Abbildung 11: Flexibler Bürobestand nach Region (Schätzung) Gesamtbestand, Quadratfuß (Mio.)



Quelle: „Trends for 2019: Global Real Estate Trends Set to Shape the Next 12 Months“, PGIM Real Estate, Dezember 2018.

Büro.<sup>23</sup>

**Flexible Büroflächen.** Der Trend zu mobilem Arbeiten und Home-Office hat zusammen mit geänderten Präferenzen sowohl von Arbeitnehmern als auch Arbeitgebern zu einer rapiden Ausweitung flexibler Coworking-Büros geführt. Arbeitgeber, insbesondere die bereits angesprochenen

<sup>iv</sup> In Malaysia begann die Regierung im März 2019 ein Pilotprogramm, bei dem Staatsbeamten die Möglichkeit zur flexiblen Arbeitszeitgestaltung eingeräumt wird. Die Stadtverwaltung von Kapstadt in Südafrika hat im Mai 2019 einen Strategieentwurf vorgelegt, der darauf abzielt, im Zusammenhang mit den lokalen Unternehmen flexible Arbeitszeiten und Arbeiten im Home Office einzuführen, um die Verkehrsprobleme der Stadt zu mindern.

„gewichtlosen“ Firmen fordern zunehmend flexible Mietbedingungen und ein höheres Serviceniveau, gerade auch weil sich die Wirtschaft in der Spätphase ihres Wachstumszyklus befindet. Die neue Mitarbeitergeneration bevorzugt moderne und geteilte Arbeitsflächen in Großraumbüros, Kooperations- und Gemeinschaftsräumen und neuen Einrichtungen.

Der Coworking-Markt, der in der Vergangenheit von Regus (heute IWG) dominiert wurde, hat seit der großen Rezession eine dramatische Transformation durchlaufen. Gab es zu Anfang noch spartanische Bürozellen mit begrenzten Dienstleistungen und Annehmlichkeiten, bietet das von WeWork entwickelte Design kooperative Arbeitsflächen mit viel natürlicher Beleuchtung und modernen Designs und Einrichtungen (Abbildung 10).

Diese Entwicklung begleitete das rasante Wachstum des Markts. Die Branche befindet sich noch im Anfangsstadium – heute entfallen in den meisten Großstädten weniger als 2 % des Bürobestands auf Anbieter flexiblen Büroraums, und außerhalb der A-Städte in den Industrienationen gibt es kaum derartige Angebote. Trotzdem wird der Gesamtbestand an flexibler Bürofläche in den USA, der asiatisch-pazifischen Region und Europa auf insgesamt 3,7 Mio. m<sup>2</sup> geschätzt, ein Wachstum von 300 % seit 2015 (Abbildung 11).

Inwieweit WeWork und andere Coworking-Betreiber die nächste Rezession überstehen werden, ist angesichts der Regus-Pleiten in vergangenen wirtschaftlichen Schwächephasen fraglich. Nach Angaben des IPO-Prospekts von WeWork hatte das Unternehmen zum Beispiel zum 30. Juni 2019 künftige Mietverbindlichkeiten in Höhe von 47 Mrd. USD gegenüber Umsatzforderungen in Höhe von 4 Mrd. USD. Unabhängig vom Schicksal einzelner Unternehmen ist es aber sehr wahrscheinlich, dass Mieter und Mitarbeiter auch in Zukunft Flexibilität und gut eingerichtete, gemeinsam genutzten Büroräumen nachfragen werden.

## Implikationen für das Portfolio

Durch das gewichtslose Unternehmen ergeben sich eine Reihe von Chancen für Investments und Assetallokation. Wir wollen an dieser Stelle vier wichtige Gesichtspunkte herausstellen, die langfristig orientierte institutionelle Investoren berücksichtigen sollten:

1. **Nutzung der Chancen, die börsengehandelte und private Schuldinstrumente gewichtsloser Firmen**

**bieten.** Die Kreditratingagenturen haben ihre Risikomodelle nicht vollständig an die Entwicklung der Unternehmen hin zu Geschäftsmodellen mit immateriellem Kapital angepasst. Sie tendieren daher dazu, Unternehmen mit einem geringen materiellen Vermögen abzustufen. Die Ratingagenturen sehen materielles Vermögen als verwertbare Sicherheit. Sachkapital kann von Gläubigern verwertet werden, um sich im Falle einer Insolvenz schadlos zu halten. „Gewichtslose“ Firmen schneiden in dieser Hinsicht natürlich schlechter ab. Im Jahr 2017 hatten etwa drei Viertel aller von den Agenturen eingestuftem Technologieunternehmen eine Bewertung von BB+ oder schlechter, die größte Ratingkategorie war B. Viele dieser Unternehmen sind aber dennoch eigentlich bonitätsstark, mit sehr berechenbaren und stabilen Cashflows mit geringem Bedarf an Kapitalinvestitionen. Seit 2007 lag in den USA die Ausfallquote im Hightech-Bereich stets unter der durchschnittlichen Ausfallquote für spekulative Kredite insgesamt.<sup>24</sup> Außerdem haben viele dieser Unternehmen aufgrund ihrer IP eine relativ sichere Marktposition, und ihre Kunden können nur schwer zu anderen Anbietern wechseln, nachdem sie sich einmal für ihre Produkte entschieden haben. Für Unternehmen ist zum Beispiel der Wechsel zwischen Betriebssystemen und die Installation neuer Softwareprogramme mit erheblichem Aufwand verbunden.

Natürlich umfasst der Technologiesektor ein breites Spektrum an Aktivitäten, von Herstellern standardisierter Hardware (mit sehr geringen Margen) bis hin zu Softwareunternehmen mit hohen Margen. Investoren müssen sich über diese Unterschiede im Klaren sein und ihre Engagement bei Unternehmen zu minimieren, die hohen Obsoleszenzrisiken ausgesetzt sind und nicht von wesentlichen Skaleneffekten profitieren.

Auch in den privaten Kreditmärkten stehen viele private Kreditgeber Unternehmen mit einem umfangreichen Sachvermögen wesentlich aufgeschlossener gegenüber. Hier findet aber mittlerweile vielfach ein Umdenken statt: flexibler aufgestellte „gewichtlose“ Firmen haben es geschafft, einen Teil ihrer hohen Fixkosten in variable Kosten zu verwandeln. Tatsächlich haben 45 % der von PGIM befragten 300 leitenden Führungskräfte von Unternehmen aus Deutschland, den USA und China angegeben, dass sie in den vergangenen drei



*Die Kreditratingagenturen haben ihre Risikomodelle nicht vollständig angepasst und tendieren daher dazu, Unternehmen mit einem geringen materiellen Vermögen zu niedrig einzustufen.*

Jahren ihren variablen Kostenanteil erhöhen konnten, und mehr als die Hälfte geht davon aus, dass der variable Kostenanteil in den nächsten drei Jahren noch weiter steigen wird. Diese Firmen sind daher potenziell besser in der Lage, ihre variablen Kosten je nach Wirtschaftslage hoch- oder herunterzufahren und ihre Geschäftsprozesse als Reaktion auf einen Wirtschaftsaufschwung oder eine Bedrohung durch Konkurrenten anzupassen.<sup>v</sup>

2. **Prüfung, ob innerhalb von Industrienationen Privatunternehmen stärker gewichtet werden sollten angesichts der geänderten Anlagesituation in einer weniger kapitalintensiven Welt.** Gewichtslose Firmen warten mit dem Börsengang und nutzen in ihren späteren Entwicklungsstadien den besseren Zugang zu Privatkapital, auch um die mit einem Börsengang verbundenen Publizitätspflichten zu vermeiden. Sie profitieren davon, dass sie einen geringeren Kapitalbedarf haben als die kapitalintensiven Unternehmen der Vergangenheit. Investoren, die in die „gewichtlosen“ Sektoren der globalen Wirtschaft investieren wollen, insbesondere in die innovativen Technologieunternehmen der Industrienationen, sollten in Erwägung ziehen, im Rahmen ihrer dortigen Allokation Private Equity und Private Debt stärker zu berücksichtigen.

Während private Märkte besseren Zugriff auf sektorspezifische Wachstumschancen bieten als die Börsenmärkte und in der Vergangenheit Investoren mit einer Renditeprämie belohnten, sollten Investoren die mit einer Allokation in private Märkte verbundenen Illiquiditätsrisiken bedenken.<sup>25</sup> Insbesondere müssen sich Investoren über ihren eigenen Liquiditätsbedarf im Klaren sein, bevor sie ihre Allokation in den

Privatmärkten erhöhen. Um hier die richtige Gewichtung zu finden, müssen Investoren individuell ihre Liquiditätskosten bestimmen und ihre Portfolios entsprechend anpassen.<sup>vi</sup>

3. **Neuaustrichtung der Aktieninvestments durch höhere Investments in Schwellenmärkten.** Die Zukunft der Aktienmärkte liegt zunehmend in den Schwellenländern. Die Zahl der börsennotierten Unternehmen geht in Europa, Großbritannien und den USA zurück. In den USA hat die Zahl der börsennotierten Unternehmen seit Ende der Neunzigerjahre um 50 % abgenommen. Dagegen ist die Zahl der börsennotierten Firmen in den Schwellenländern stabil geblieben und ihr Anteil an der globalen Marktkapitalisierung ist seit dem Jahr 2000 von 8 % auf über 21 % gestiegen.<sup>26</sup>

Außerdem werden die Schwellenländer auch im nächsten Jahrzehnt der wichtigste Treiber des globalen Wachstums sein. Auf Basis der Kaufkraftparität entfallen bereits fast 60 % des globalen BIP auf die Schwellenländer. In den Jahren 2017-2030 werden sie voraussichtlich für mehr als 90 % des weltweiten Bevölkerungswachstums und des Wachstums der Ausgaben der Mittelschicht verantwortlich sein.<sup>27</sup>

4. **Anpassung von Immobilienportfolios an das WeWork-Modell und die Gig Economy.** Flexible Büroflächen und mobiles Arbeiten verändern die Immobilienlandschaft und schaffen Chancen für Immobilieninvestoren, unabhängig von ihrer Allokation in flexible Büroflächen.

- **Das Wachstum des WeWork-Modells bedeutet kürzere Mietlaufzeiten und höhere Kapitalinvestitionen.** Kürzere Mietlaufzeiten sind die logische Folge der steigenden Anforderungen an die Flexibilität im Bürobereich. Tatsächlich ist die Laufzeit der Büromietverträge kürzer geworden und auch Sonderkündigungsklauseln werden immer beliebter. Laut MSCI ist die durchschnittliche Mietdauer kommerzieller Büromietverträge in Großbritannien von etwa

<sup>v</sup> Nach einer Studie der japanischen Zentralbank haben immaterielle Vermögenswerte, die technologischen Fähigkeiten einer Firma verbessern, und die Qualifikationen der Unternehmensführung eine ebenso hohe statistische Aussagekraft über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens wie seine Finanzdaten. Weitere Informationen dazu finden Sie in „Estimation of Firms' Default Rates in terms of Intangible Assets“, Saiki Tsuchiya und Shinichi Nishioka, Bank of Japan Working Paper Series, Februar 2014.

<sup>vi</sup> Weitere Informationen über die optimale Allokation finden Sie in unserem Bericht „The Tradeoff Between Liquidity and Performance: Private Assets in Institutional Portfolios“, PGIM Institutional Advisory Solutions, Januar 2019.

zehn Jahren im Jahr 1997 auf mittlerweile etwa sieben Jahre zurückgegangen. 42 % der neuen Mietverträge haben eine Mietdauer von unter fünf Jahren.<sup>28</sup> Investoren werden bei der Bewertung des Cashflows von Büroimmobilien den Abzinsungssatz erhöhen müssen, um die höheren Risiken durch kürzere Mietlaufzeiten zu berücksichtigen.

Außerdem werden bei flexiblen Büroflächen häufig Gebäude mit neuen und aufwändigen Amenities für die Büroarbeiter bevorzugt. Da der Konkurrenzkampf um Amenities sich wohl auch in Zukunft weiter verschärfen wird, werden Gebäudeeigentümer gegebenenfalls gezwungen sein, laufend in solche neuen Zusatzausstattungen zu investieren. Eigentümer sollten den Anteil flexibler Büroflächen auf maximal 20 % der Gesamtfläche eines Objekts beschränken. Bei einem höheren Anteil kann die Objektrendite beeinträchtigt werden.<sup>29</sup>

- **Auswertung von Coworking-Möglichkeiten in Apartmentgebäuden.** Die wachsende Nachfrage nach gut ausgestatteten, technologisch ausgerüsteten Arbeitsplätzen mit kurzen Anfahrtswegen hat die Eigentümer und Betreiber von Apartmentgebäuden veranlasst, mit hochwertigen Coworking-Flächen *innerhalb*

von Wohngebäuden zu experimentieren. Diese Räume bieten viele der Einrichtungen erstklassiger Büroflächen, wie etwa Breitband-WiFi, „Huddle Spaces“ (Besprechungsecken), großzügige Konferenzräume, Kabinen, professionelle Drucker und Privatbüros.

Investoren, die am Coworking-Trend interessiert sind, aber ungerne in große Coworking-Marken oder kommerzielle Gebäude investieren wollen, können mit solchen Mehrzweckwohngebäuden in den Markt einsteigen. Außerdem kann die Ausstattung eines Wohngebäudes mit hochwertigen Coworking-Büros auch zusätzliche Mieter anziehen.

Der Coworking-Trend bietet auch Immobilien-Eigentümern neue Chancen. Coworking-Räume in Apartmentgebäuden können eine neue Möglichkeit darstellen, ungenutzte Flächen zu nutzen und neue, stabile Einnahmequellen zu erschließen. Gebäudebetreiber haben häufig die Möglichkeit, Coworking-Flächen in bislang nicht optimal genutzten Bereichen einzurichten, zum Beispiel in Untergeschossen oder in großen Lagerräumen ohne Fenster. Andere Apartmentbetreiber vermieten diese ungenutzten Flächen an etablierte Coworking-Marken.

## KAPITEL 3

# Das Superstar- Unternehmen

---

“

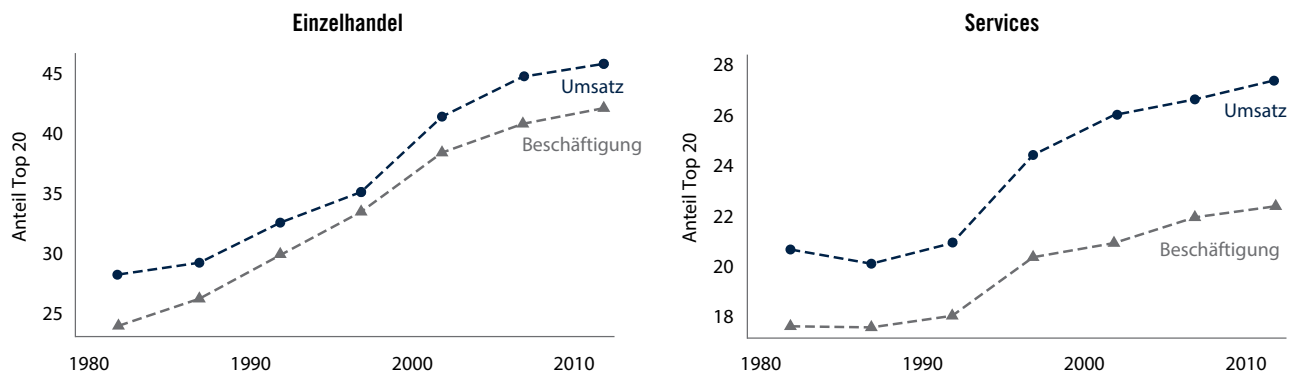
*Eine kleine Gruppe von Firmen dominiert in einer Reihe von Branchen, für viele Konkurrenten besteht die Gefahr der Irrelevanz und Obsoleszenz.*

**Das immaterielle Kapital, das die Grundlage für das moderne „gewichtlose Unternehmen“ darstellt (Daten, Software, geistiges Eigentum, Marken und neue Technologien) ist ein entscheidender Differenzierungsfaktor für Firmen im 21. Jahrhundert. Unternehmen, die immaterielles Kapital effektiv einsetzen und mit einer erfolgreichen Plattform nutzen, erreichen Produktivitätsgewinne, die weit über denen ihrer Konkurrenten liegen.**

Diese Divergenz bei der Produktivitätsentwicklung hat eine weitere Entwicklung in der weltweiten Unternehmenslandschaft vorangetrieben: die zunehmende Marktkonzentration und Monopolmacht einer kleinen Gruppe von Unternehmen in verschiedenen Branchen (Abbildung 12). Die neue Gattung der „Superstar-Unternehmen“ findet man sowohl in Industrienationen als

auch in Schwellenmärkten. Für viele ihrer Konkurrenten besteht die Gefahr der Irrelevanz und Obsoleszenz. Dieser Abschnitt befasst sich mit den Implikationen, die diese neue „Winner-takes-all“-Wirtschaft für Investments und makroökonomische Entwicklung sowie für die dominanten Superstar-Firmen hat.

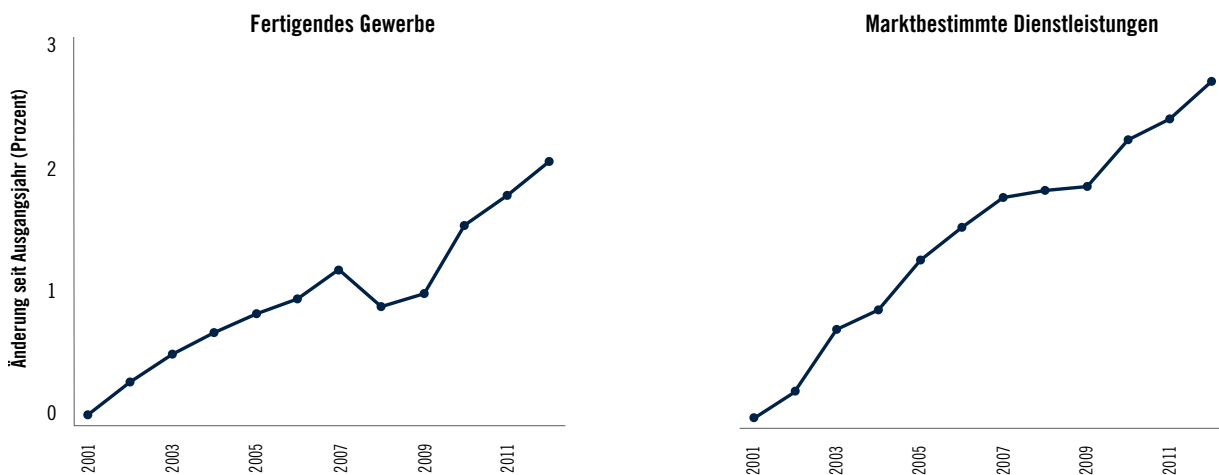
Abbildung 12A: In wichtigen Wirtschaftssektoren der USA hat die Branchenkonzentration zugenommen.



Quelle: David Autor et al., „The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms“, NBER Working Paper No. w23396, Mai 2017.

Abbildung 12B: In wichtigen Wirtschaftssektoren Europas hat die Branchenkonzentration zugenommen

Anteil der obersten 10 % der Firmen am Brutto-Output (gemessen am Absatz)



Quelle: Matej Bajgar und andere, „Industry Concentration in Europe and North America“, OECD Productivity Working Papers No. 18, Januar 2019. Hinweis: Unter anderem wurden Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Norwegen, Portugal und Schweden im Rahmen der Studie untersucht. Der Brutto-Output misst den Wert der Produkte, die produziert oder an die Kunden eines Unternehmens verkauft werden, einschließlich der Zwischenverbraucher und Endverbraucher. Diese Kennzahl kann sich aufgrund von Unterschieden in der Rechnungslegung bei verschiedenen Branchen leicht vom „Gesamtumsatz“ unterscheiden.

## Eine „Winner-takes-all“-Welt

**Das Phänomen der Superstar-Unternehmen betrifft bei weitem nicht nur den Technologiesektor.** Disruptive Technologieunternehmen sind die bekanntesten Superstar-Firmen, der Trend ist aber auch außerhalb des Technologiesektors zu beobachten. In vielen Branchen und Ländern haben es Unternehmen geschafft, die Möglichkeiten zu nutzen, die neue Technologien bieten. So hat zum Beispiel die US-Apothekenkette CVS durch Akquisitionen und vertikale Fusionen in erheblichem Maße die Kontrolle über den Zugang der Patienten zu pharmazeutischen Produkten gewonnen.<sup>30</sup> In China haben Alibaba und Tencent eine dominante Stellung in den verschiedensten Märkten – von Geldmarktfonds bis hin zu Videospielen.

**Superstar-Unternehmen setzen neue Technologie effektiver ein als ihre Konkurrenten und erzielen dadurch Produktivitätsgewinne.** Die dadurch entstehenden Wettbewerbsvorteile nutzen sie, um ihren Marktanteil stark auszubauen. Dies wiederum bringt ihnen erhebliche Skaleneffekte, was den Abstand zwischen den Marktführern und ihren Konkurrenten weiter vergrößert. Obwohl diese Produktivitätslücke bereits seit Jahrzehnten wächst, hat sich der Trend nach jüngsten Erkenntnissen seit der Finanzkrise beschleunigt.<sup>31</sup>

**Tatsächlich gibt es mehr nationale Superstar-Firmen als globale Superstars.** In der Vergangenheit dominierten die Branchenführer aus den Industrienationen die globalen Märkte. Heute hat der zunehmende Konkurrenzdruck durch neue lokale und regionale Unternehmen diese ehemals dominanten globalen Konzerne geschwächt, und die alten Branchenführer werden in vielen Sektoren von lokalen Superstar-Firmen verdrängt. Besonders in China und Indien haben die neuen nationalen Superstars den Wettbewerb angeheizt und die globale Dominanz europäischer und US-amerikanischer Firmen geschwächt. Im Jahr 2006 stammten unter den weltweit größten 1000 Unternehmen nur 138 aus Schwellenländern. Heute sind es fast 250.<sup>32</sup>

## Was treibt Superstar-Unternehmen an?

**Technologische Vorteile werden durch Skalen- und Netzwerkeffekte verstärkt.** Superstar-Firmen setzen erfolgreich destruktive Technologien und immaterielle Vermögenswerte ein – Algorithmen, proprietäre IT-Systeme und sonstiges intellektuelles Kapital. Indem sie Technologien früher als ihre Rivalen einsetzen, haben sie ihren Vorteil noch vergrößert. Die frühzeitige Einführung von Technologien bringt einen kleinen Wettbewerbsvorsprung, der durch Netzwerkeffekte und Skaleneffekte multipliziert wird. Der von den Vorreitern gewonnene Produktivitätsvorteil ist mittlerweile so groß, dass es Späteinsteigern kaum möglich ist, ihre Marktposition anzugreifen. Der additive Effekt dieser Faktoren hat es einer Reihe von Unternehmen ermöglicht, sich in ihrem Markt eine dominante Position zu sichern. Das Ergebnis sind digitale Konglomerate wie Google, Tencent, Facebook, Apple, Alibaba, Amazon und MercadoLibre, sowie Unternehmen mit oligopolistischer Marktmacht in einzelnen Märkten (Flipkart, Uber, Airbnb und DHL).<sup>33</sup>

Diese Vorteile bei Größe und Reichweite erlauben es den Superstar-Unternehmen außerdem, in proprietäre Innovationen zu investieren, typischerweise in Form von privaten Unternehmen, die nicht im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen. Tatsächlich weisen Forschungsergebnisse aus jüngerer Zeit darauf hin, dass eine starke Korrelation zwischen der Branchenkonzentration und dem Wachstum der Patentaktivitäten und den Investitionen in proprietäre IT-Systeme besteht.<sup>34</sup>

**Dadurch entstehen sogenannte „Todeszonen“.** Superstar-Firmen sind in der Lage, ihre dominante Stellung zu wahren, indem sie die Innovationen anderer ausnutzen oder strategische Wettbewerber übernehmen. Durch diese Maßnahmen festigen sie ihre technologische Überlegenheit oder unterdrücken potenziell konkurrierende Anwendungen. Durch solche Praktiken schaffen sich die Superstar-Unternehmen des 21. Jahrhunderts einen breiteren „Burggraben“ und eine „Todeszone“, um neue Wettbewerber abzuwehren.<sup>35</sup>

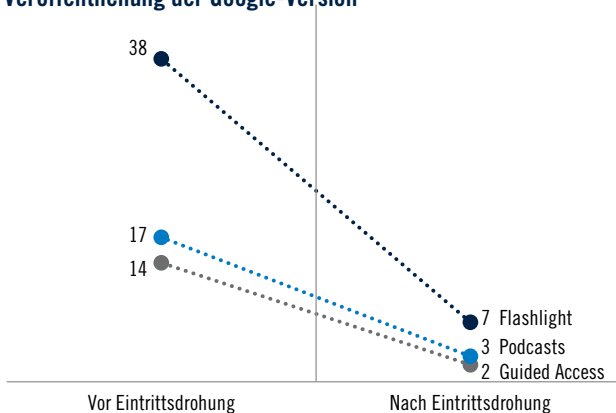
Beispiele für solche „Todeszonen“ gibt es insbesondere im Technologiesektor.<sup>36, i</sup> Plattformunternehmen wie

<sup>i</sup> Die Softwarefirma Life on Air brachte im Jahr 2015 Meerkat auf den Markt, eine Applikation für Live-Video-Streaming. Nachdem Meerkat von Kritikern hoch gelobt wurde und sehr populär wurde, ergriffen Twitter und Facebook Gegenmaßnahmen. Twitter übernahm und förderte die konkurrierende App Periscope, und Facebook stellte seine eigene Live-Video-Lösung vor. Meerkat verschwand kurz danach aus dem App Store. Ein weiterer Fall ist die Übernahme der Virtual-Reality-Firma Oculus durch Facebook, die laut Harvard Professor Kenneth Rogoff dazu diente, das vielversprechende Betriebssystem des Startups auszuschalten.

Amazon, Microsoft und Google haben vielleicht den größten Vorteil, dass sie ganz einfach die erfolgreichsten Angebote identifizieren und ihr asymmetrisches Wissen nutzen können, um direkt mit diesen zu konkurrieren. Eine jüngste Studie hat zum Beispiel gezeigt, dass Amazon vor allem in die Märkte einsteigt, wo Drittanbieter am erfolgreichsten sind. Dies wiederum führt dazu, dass die betroffenen Drittanbieter anschließend weniger häufig andere Wachstumschancen auf der Plattform nutzen.<sup>37</sup> Entsprechend gibt es neue Hinweise darauf, dass die Zahl der Nachahmer-Apps dramatisch abnimmt, nachdem Google eine eigene Version einer Drittanbieter-App über Google Play veröffentlicht (Abbildung 13).

Dieser Effekt existiert auch außerhalb der Technologiebranche. Beispielsweise entwickeln Anbieter von Patientendatensystemen wie Cerner und Epic ihre eigenen Lösungen, um sich gegen digitale Startups zu wappnen, die ihre Marktstellung bedrohen könnten<sup>38</sup> Ein weiteres Beispiel ist die Chemieindustrie, wo Monsanto im vergangenen Jahrzehnt mehr als 30 Unternehmen aufgekauft hat, um ihre Innovationen für sich zu nutzen und mögliche Konkurrenten auszuschalten.<sup>39</sup>

Abbildung 13: Die durchschnittliche Zahl ähnlicher neuer Apps, die monatlich veröffentlicht wurden – vor und nach Veröffentlichung der Google-Version



Quelle: „Threat of Platform-Owner Entry and Complementor Responses: Evidence from the Mobile App Market“, Wen Wen und Zhu Feng, Strategic Management Journal 40, No. 9, S. 1336–1367, September 2019.

## Makroökonomische Konsequenzen der Entwicklung von Superstars

Superstar-Firmen bringen der Gesellschaft erhebliche Vorteile. Sie bieten zum Beispiel hocheffiziente und kostenfreie Suchmaschinen und soziale Netzwerke. Ihr disruptiver Ansatz gestattet es ihnen, etablierte

Unternehmen zu verdrängen, was in der Folge häufig zu erheblicher Wertschöpfung und besseren Dienstleistungen für Endverbraucher führt. Ihre dominante Position gestattet es ihnen außerdem, in langfristige Forschung und Innovationen zu investieren. Dies sind ganz erhebliche Vorteile für die Gesellschaft, die nicht unbedingt vollständig von der volkswirtschaftlichen Statistik erfasst werden. Die Entwicklung der Superstar-Firmen hat aber auch andere makroökonomische Konsequenzen.

**Ein wachsender Anteil des Volkseinkommens entfällt auf das Kapital anstatt auf die Arbeit.** Das Aufkommen von Superstar-Firmen scheint in direktem Zusammenhang mit der weltweit zu beobachtenden Abnahme des Anteils der Arbeitnehmer am Volkseinkommen zu stehen. Branchen mit dominanten Superstar-Firmen – Firmen mit hohen Profiten und relativ kleiner Belegschaft – verzeichneten den stärksten Rückgang beim Einkommensanteil der Arbeitnehmer. Diese Entwicklung ist sowohl in den USA als auch in anderen OECD-Ländern zu beobachten.<sup>40</sup> Die Dynamik wird dabei von der ungleichen Entwicklung *zwischen* verschiedenen Firmen getrieben, nicht durch die Entwicklung *innerhalb* der Firmen. Dies deutet darauf hin, dass eine kleine Gruppe von Arbeitnehmern bei Superstar-Firmen es geschafft hat, sich einen wachsenden Anteil des Arbeitseinkommens und einen überproportionalen Teil am globalen Vermögen zu sichern – auf Kosten der Arbeitnehmer, die nicht bei hochproduktiven Winner-takes-all-Firmen arbeiten.<sup>41</sup>

**Die Ära des digitalen Konglomerates.** Daten sind der Treibstoff der Superstar-Firma. Unternehmen wie Facebook, Amazon und Google sind in der Lage, Synergien zwischen Produkten zu finden, die scheinbar völlig unterschiedlich sind, aber letztlich mehr Benutzer anziehen. Digitale Geschäftsmodelle scheinen das Gesetz des sinkenden Grenzertrags außer Kraft gesetzt zu haben – Netzwerkeffekte und positive Feedbackschleifen generieren enorme Renditen. Außerdem machen es Plattformen einfacher, auf Grundlage des Kerngeschäftsmodells (des Sammelns von Daten) verschiedene Produkte anzubieten. Digitale Firmen nutzen außerdem ihre Technologiekompetenz, um mit disruptiven Geschäftsmodellen in Sektoren vorzudringen, die solche Technologien noch nicht nutzen (ein Beispiel ist der Einstieg von Alibaba in die globale Zahlungsbranche durch die Gründung von Alipay). Diese Firmen haben es außerdem verstanden, ihr Kapital flexibel zu nutzen und vielversprechende Übernahmekandidaten in frühen Entwicklungsstadien zu identifizieren.<sup>42</sup> Tencent hat zum Beispiel über 600 Unternehmen in seinem Portfolio.

Abbildung 14: **Digitale Konglomerate haben ein weitreichendes Ökosystem**

KATEGORIE	ALIBABA	TENCENT
B2B E-Commerce	✓	✓
Big Data Marketing	✓	✓
Bike-Sharing	✓	✓
CloudService	✓	✓
Bildungsplattform	✓	✓
Finanzmedien	✓	✓
Finanzdienstleistungen	✓	✓
Lebensmittelbelieferung	✓	✓
Lebensmittelkette	✓	
Haushaltsgerätehersteller	✓	
Haushaltsgeräte-Shoppingplattform	✓	
Versicherung	✓	✓
Life Service Information	✓	✓
Lokaler Dienstleister	✓	✓
Logistik	✓	✓
Karten und Navigation	✓	✓
Gesundheitsdienstleister	✓	✓
Mobiler App-Store		✓
Mobilchat	✓	✓
Mobile Sicherheitssoftware	✓	✓
Musik-Streaming	✓	✓
New Technology Media	✓	✓
Online-Discount	✓	✓
Online-Shopping	✓	✓
Videoinhalte	✓	✓
Zahlungsdienste	✓	✓
Private Equity	✓	✓
Ridesharing	✓	✓
Suchmaschine	✓	✓
Social Media	✓	✓
Reisebuchungsmaschine	✓	✓
Reiseinformationen und -services	✓	✓
TV-Netzwerk	✓	
Videospiele	✓	✓
Video-Streaming	✓	✓
Wetterberichte	✓	✓

Quelle: „A New Kind of Conglomerate: Bigtech in China“, Institute of International Finance, November 2018.

Allein im vergangenen Jahr hat das Unternehmen in Asien, Europa, Ozeanien, Afrika und auf dem amerikanischen Kontinent 163 Transaktionen abgeschlossen (Abbildung 14).<sup>43</sup> Etablierte Firmen (und Investoren) müssen daher auf der Hut sein, wenn digitale Konglomerate versuchen, in ihre Märkte vorzudringen und ihr Geschäftsmodell anzugreifen.

**Aufsichtsrechtliche Maßnahmen.** Die Superstar-Firmen haben ihre dominante Marktposition dadurch gewonnen, dass sie sich mit ihren Innovationen und technologischen Vorteilen erfolgreich im Konkurrenzkampf durchgesetzt haben. Mittlerweile nehmen aber die Bedenken zu, dass diese Unternehmen ihre dominante Position ausnutzen, um sich durch die Errichtung von Markteintrittsbarrieren von der Konkurrenz abzuschotten.<sup>44</sup> Es mehren sich aber auch Anzeichen, dass der Trend sich zu einer zunehmenden Branchenkonzentration umkehren könnte. Grund ist, dass Politiker und Kartellbehörden die möglichen negativen Externalitäten im Zusammenhang mit monopolistischen Superstar-Firmen zunehmend unter die Lupe nehmen. Datenschutz, Meinungsfreiheit und die monopolistische Bündelung von Technologiedienstleistungen sind Beispiele für die Themen, mit denen sich die Regierungen der USA, der EU und verschiedener Schwellenländer in diesem Zusammenhang auseinandersetzen. Im Sommer 2019 hat das US-Justizministerium zum Beispiel ein wettbewerbsrechtliches Prüfverfahren eingeleitet, um zu untersuchen, ob die dominanten Technologiefirmen rechtswidrig die Konkurrenz unterdrücken. Es wird auch diskutiert, ob eine Modernisierung des bestehenden Kartellrechts notwendig ist, um es den besonderen Eigenschaften der neuen Superstar-Firmen anzupassen.<sup>45</sup>

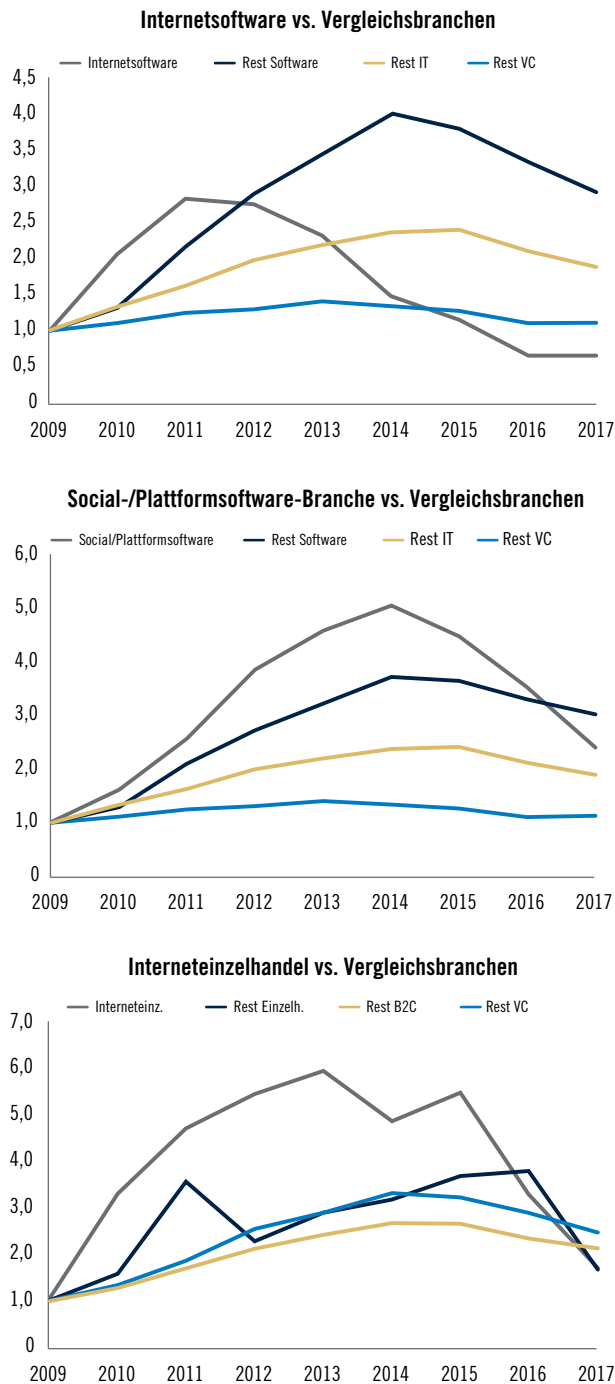
*Venture-Capital-Investoren sollten die „Todeszonen“ um Superstar-Firmen im Auge behalten.*

## Implikationen für das Portfolio

1. **Bei der Finanzierung von Startups ist aufgrund der „Todeszone“, die Superstar-Firmen umgibt, Vorsicht angesagt.**

Die Venture-Capital-Branche (VC) spricht heute von einer „Todeszone“ im Umfeld um die Hauptproduktlinien der großen Technologiefirmen. Der Grund dafür ist die wachsende Zahl von Startups,

Abbildung 15: **Veränderung bei ersten Finanzierungsrunden**  
Index 2009 = 1



Quelle: „Platform Giants and Venture-Backed Startups“, Ian Hathaway, 12. Oktober 2018. Hinweis: Daten für weltweite Finanzierungen. Die erste Finanzierungsrunde ist die erste Venture-Capital-Finanzierung, die ein Startup erhält, typischerweise als Series-A-Finanzierungsrunde bezeichnet.

<sup>ii</sup> BATs: Baidu, Alibaba und Tencent.

<sup>iii</sup> Weitere Analysen zum Thema Venture Capital finden Sie in „Revisiting the Role of Alternatives in Asset Allocation“ PGIM, Juli 2016.

die von dominanten Superstar-Firmen gekauft werden, die konkurrierende Produkte ausschalten oder neue Fähigkeiten assimilieren wollen, bevor sich hieraus in Zukunft eine Konkurrenz entwickelt. Dies hat zu einer Abnahme der VC-Finanzierung in der Todeszone geführt. Der Aussicht auf eine mögliche Rendite von 1000 % oder 2000 % steht die zunehmende Wahrscheinlichkeit gegenüber, dass das Startup-Unternehmen frühzeitig von etablierten Monopolisten wie den FAANGs oder BATs aufgekauft wird.<sup>ii</sup> Eine derartige frühzeitige Übernahme ist typischerweise deutlich weniger profitabel als ein Exit über einen Börsengang.

Viele VC-Firmen versuchen daher mittlerweile aktiv, Personen aus den Corporate-Venture-Bereichen der Superstar-Firmen aus dem Vorstand ihrer Startups herauszuhalten. Diese Problematik zeigt sich in der Tatsache, dass die Erstfinanzierungen von Unternehmen aus den Bereichen Internetsoftware, Online-Einzelhandel, Social Media- und Plattform-Applikationen dramatisch abgenommen haben. Diese Branchen werden von Google, Facebook und Amazon dominiert. In diesen Bereichen war im Vergleich mit der Software- und gesamten IT-Industrie sowie gegenüber der VC-Finanzierung ein deutlich stärkerer Negativtrend zu verzeichnen.

Dies kann auch einer der Faktoren für die relativ schwache Performance der VC-Fonds sein: Seit dem Jahr 2000 haben VC-Investments im Schnitt nur knapp 4 % erzielt, und lagen damit bei Rendite und Risiko etwa auf dem Niveau des Russell 3000 Index.<sup>46iii</sup> Natürlich gibt es innerhalb der VC-Branche enorme Unterschiede, und die führenden VC-Firmen konnten eine relativ verlässliche Performance vorweisen. Der Zustrom neuen Kapitals in den VC-Bereich hat zusammen mit der Abnahme der Investitionsmöglichkeiten aufgrund der Todeszonen zu höheren Bewertungen und geringeren Renditeaussichten geführt. Das Kapitalüberangebot wird voraussichtlich auch die Renditen auf aktuelle Investments belasten. Außerdem liegt das Volumen einer Series-C-Finanzierungsrunde heute bei über 40 Mio. \$, während es vor zehn Jahren noch durchschnittlich 9 Mio. \$ waren. Das ermöglicht den



Unternehmen, den Börsengang länger aufzuschieben, so dass Investoren gegebenenfalls noch länger auf ihre Rendite warten müssen.<sup>47</sup>

Anleger, die trotz dieser Situation noch an VC-Finanzierungen interessiert sind, sollten sich auf Investments konzentrieren, die nicht in unmittelbarem Wettbewerb mit großen etablierten Unternehmen stehen. Interessant sind vor allem Bereiche mit geringer Branchenkonzentration und ohne dominanten Superstar. Alternativ können Investoren, die VC-typische Wachstumschancen suchen, in größere, bereits skalierte Unternehmen investieren, die in der Lage sind, neue Technologien, Produkte und Dienstleistungen zu schaffen oder zu erwerben.

2. **Entwicklung eines Investmentrahmens zur Identifizierung der nächsten Generation nationaler Superstars.**

Vor dem Hintergrund zunehmender Unternehmenskonzentrationen, der geringeren Zahl neuer Markteinsteiger und der wachsenden „Todeszonen“ für Start-ups ist es für Investoren wichtig, potenzielle Superstars mit Durchhaltevermögen bereits frühzeitig zu identifizieren. Chancen könnten sich in den Bereichen digitale Zahlungssysteme, Sicherheitsdienste für Unternehmen und der Videospiegelbranche ergeben. Investoren müssen dazu zunächst in eine Mehrzahl von Unternehmen investieren. Auf Grundlage einer Reihe von Merkmalen erfolgreicher Superstars würde dann im Verlauf der Zeit der voraussichtliche Gewinner identifiziert werden, auf den sich die Investitionen dann sukzessive konzentrieren würden. Neben den fünf Merkmalen technologiegetriebener Vorreiter, die PGIM in *The Technology Frontier* aufzeigt, sind im breiteren Kontext der Superstar-Firmen einige weitere Faktoren von Bedeutung:<sup>iv</sup>

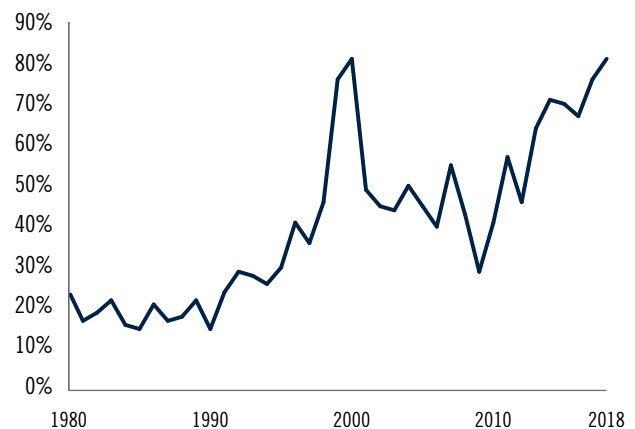
- **Firmen, die proprietäre Daten einsetzen, um ihre Führungsposition wirksam zu verteidigen und auszubauen.** Firmen, die mit Hilfe von Daten Markttrends identifizieren und ihre Kunden verstehen können, haben einen erheblichen Vorteil. Das gilt insbesondere dann, wenn sie in der Lage sind, durch

ihr existierendes Produktangebot proprietäre Daten zu sammeln.

- **Firmen mit einer starken Recruitment-Pipeline für hochtalentiertere Mitarbeiter.** Hochqualifizierte Mitarbeiter konzentrieren sich sowohl in den USA als auch in Europa zunehmend in Superstar-Unternehmen, die durch hohe Gehälter und Boni Spitztalente gewinnen und halten können.<sup>48</sup> Viele konkurrierende Start-ups sind daher nicht in der Lage, ihren Personalbedarf zu decken, was einen erfolgreichen Markteintritt für sie immer schwieriger macht.<sup>49</sup>
- **Firmen, die durch Netzwerkeffekte steigende Skalenerträge erzielen.** Investoren müssen nicht nur verstehen, wo Netzwerkeffekte existieren, sondern auch, wie sich diese in der Praxis auswirken. Erstens müssen Netzwerkeffekte zu einem operativen Hebel führen (d. h. die marginalen Kosten müssen bei Umsatzsteigerungen abnehmen oder konstant bleiben), damit das Unternehmen vom Wachstum auch profitiert. Zweitens sollten Netzwerkeffekte zu

*Investoren müssen Ansätze entwickeln, um die Superstars der nächsten Generation zu identifizieren.*

Abbildung 16: Der Anteil der IPOs mit negativen Gewinnen



Quelle: Jay Ritter, „Initial Public Offerings: Updated Statistics“, University of Florida Warrington College of Business, 9. April 2019.

<sup>iv</sup> In *The Technology Frontier* wurden die folgenden fünf Faktoren identifiziert: 1) Firmen, die in ihrem Produktangebot Netzwerkeffekte nutzen können, 2) Firmen, die überproportional in Forschungs- und Entwicklung investieren, insbesondere in proprietäre, missionskritische IT-Systeme, die von anderen nicht nachgeahmt werden können, 3) Firmen, die aktiv ihre interne Technologieentwicklung durch technologisch orientierte Übernahmen und Fusionen ergänzen, und 5) Firmen, die neue Märkte mit defensiven Geschäftsmodellen disruptieren. Lesen Sie dazu „*The Technology Frontier: Investment Implications of Disruptive Change*“, PGIM, Herbst 2018.

steigenden Skalenerträgen führen. Bei Unternehmen wie eBay, Instagram und Open Table steigt der Grenzertrag mit dem Skalieren des Geschäfts, während im Bereich Ridesharing kein solcher Netzwerkeffekt zu beobachten ist. Beim Ridesharing-Dienst Uber steigt die Kundenzufriedenheit, wenn die Wartezeit sinkt. Dieser Effekt verschwindet aber, wenn die Wartezeit auf etwa 5 Minuten reduziert wird. Es bringt für Uber also in dieser Hinsicht keine Vorteile, sein Netzwerk durch zusätzliche Fahrer weiter auszubauen.<sup>50</sup> Drittens muss das Unternehmen in der Lage sein, sein Netzwerk um Nutzer zu vergrößern, die positive (und nicht negative) Beiträge zum Netzwerk leisten. Dies ist zum Beispiel ein Problem auf den großen Social-Media-Plattformen, wo die zunehmende Zahl der betrügerischen Konten, Trolle und Fake-News-Publikationen dazu geführt hat, dass manche Benutzer die Plattform verlassen.

- **Firmen, die nationale Champions sind, auch in den Schwellenmärkten.** Investoren sollten sich nicht ausschließlich auf US-Superstars konzentrieren, sondern auch nationale Superstars in Asien und in Schwellenmärkten in Betracht ziehen. Beispielsweise dürfen sich Investoren, die von den großen Chancen des globalen E-Commerce profitieren wollen, nicht auf Amazon beschränken, den Marktführer im US-E-Commerce-Markt. In anderen Ländern sind Unternehmen wie MercadoLibre (Argentinien), Alibaba (China), Flipkart (Indien) und Rakuten (Japan) auf gutem Wege, in ihren eigenen Märkten zu Superstars zu werden. Wer in den globalen Ridesharing-Trend investieren möchte, sollte neben den bekannten Namen Uber und Lyft auch Superstars wie Didi (China), Careem (VAE) oder EasyTaxi (Brasilien) in Erwägung ziehen.
3. **Genauere Beobachtung des IPO-Markts angesichts der potentiellen Dichotomie zwischen börsengehandelten und privaten Unternehmen im Rahmen der Abwägung von Profitabilität und Netzwerkgröße.**

Viele Superstarfirmen sind nur so gut wie die Zahl ihrer Nutzer und der Umfang ihrer Datenbasis. Dies macht es für private Unternehmen wichtig, den Ausbau ihres Netzwerks zu priorisieren. Die Logik ist ganz einfach: die stark zunehmenden Skalenerträge bedeuten, dass der Verzicht auf Gewinne in der Gegenwart erheblich größere Gewinne in der Zukunft verspricht. Daher

halten die Firmen ihre Preise niedrig, um ihr Netzwerk zu erweitern und Skaleneffekte zu erzielen.

Viele Startups sind daher bereit, Verluste zu schreiben, während sie ihr Netzwerk ausbauen. Von allen Unternehmen, die im vergangenen Jahr erstmals an die Börse gingen, waren nur 19 % profitabel (Abbildung 16). Viele Private-Equity-Investoren waren bereit, das Thema Gewinne beiseite zu lassen und sich bei der Bewertung dieser Firmen stattdessen auf alternative Kennzahlen (z. B. Netzwerkgröße) zu konzentrieren. Dies zeigt eine hohe Toleranz für die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der künftigen Gewinnentwicklung.

Im Prinzip lässt sich dieser Ansatz als eine riskante Wette verstehen. Die Investoren haben viel Geld investiert in der Überzeugung, dass ihre Firmen in ihrer jeweiligen Kategorie disruptiv und dominant sein werden. Erst nach Herstellung dieser Dominanz besteht Hoffnung auf den Übergang zu einem profitablen Geschäftsmodell. Bis zur Erreichung der kritischen Größe werden unausweichlich erhebliche Verluste geschrieben. Uber hat zum Beispiel im Jahr 2018 insgesamt 1,8 Mrd. \$ Verlust geschrieben, bei einer Bewertung von knapp 75 Mrd. \$.<sup>51</sup>

Während der Wert neuer Startups von einer begrenzten Gruppe privater Investoren bestimmt wird, ist bei der anstehenden Welle neuer Börsengänge das Urteil der öffentlichen Märkte entscheidend. Die Entwicklung künftiger IPOs wird wesentlich davon abhängen, wie die Öffentlichkeit die Abwägung von Netzwerkausbau und die damit verbundenen Verluste für die einzelnen Firmen bewertet. Vom Urteil der Börseninvestoren hängt viel ab. Werden sie ebenso wie die Private-Equity-Investoren bereit sein, lange Phasen hoher Verluste zu finanzieren? Die öffentlichen Börsenmärkte haben in dieser Hinsicht in der Vergangenheit weniger Geduld gezeigt. Außerdem können Marktteilnehmer die Aktien eines börsengehandelten Unternehmens leerverkaufen, um gegen das Unternehmen zu wetten. In den privaten Märkten ist dies nicht möglich, so dass dieses Korrektiv gegen hohe Bewertungen fehlt. Wer in diesem Bereich investieren will, sollte einen sehr aktiven Ansatz verfolgen und fundamental-orientierte Investmentmanager wählen, die einen langjährigen Track Record bei der Investition mit konzentrierten Positionen haben.

## KAPITEL 4

# Das Unternehmen mit Gemeinsinn

---

“

*Der von Gründern und Management dieser Unternehmen übernommene Firmenethos „doing good while doing well“ (Gutes tun und dabei gut abschneiden) hat erhebliche Implikationen für die Investoren dieser Firmen.*

**Der wachsende Einfluss von Superstar-Firmen hat zusammen mit dem schwindenden Vertrauen in öffentliche Institutionen die Forderung laut werden lassen, dass Firmen sich nicht ausschließlich auf die Maximierung des Shareholder Value beschränken dürfen und daran arbeiten sollten, ihre lokalen Gemeinschaften und die Gesellschaft insgesamt zu verbessern. Nach dieser Ansicht muss der Unternehmenserfolg nicht nur an Bilanzkennzahlen und Eigenkapitalrendite gemessen werden, sondern auch an allgemeineren, langfristigen positiven Beiträgen zur Gesellschaft. Laut der von PGIM durchgeführten Umfrage unter mehr als 300 leitenden Führungskräften verfolgen heute mehr als 40 % der Unternehmen in den USA, Deutschland und China breitere Stakeholder-Ziele über die kurzfristige Gewinnmaximierung hinaus (Abbildung 17).**

Dies stellt eine radikale Abkehr von den in den siebziger Jahren populär gewordenen Ansichten des Wirtschaftsnobelpreisträgers Milton Friedman dar. Er hatte entschieden die Auffassung vertreten, dass Unternehmen sich ausschließlich auf die Maximierung des Shareholder Value konzentrieren sollten, und ethische Themen und Gemeinnützigkeit Sache des Staats und des Individuums sind.<sup>52,1</sup>

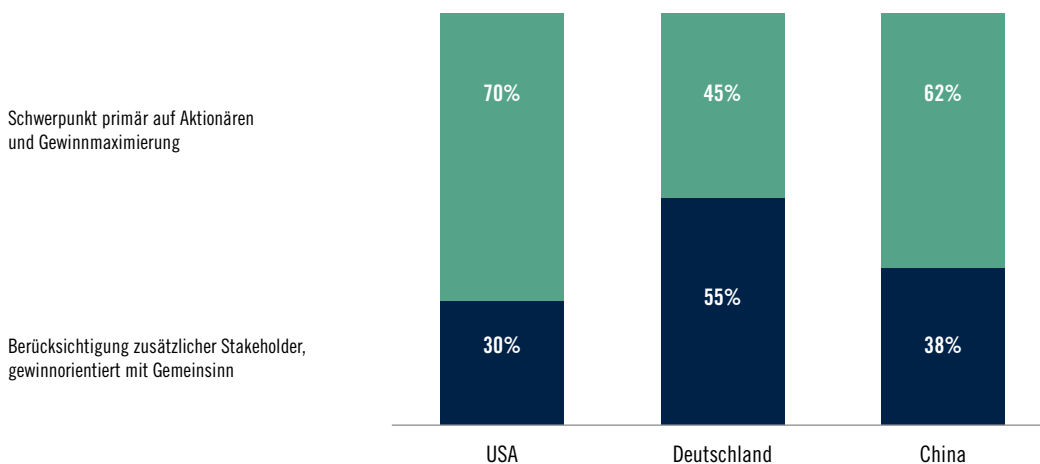
Die Ansichten Friedmans lieferten die intellektuelle Grundlage für die fremdfinanzierten Übernahmen der achtziger Jahre. Wirtschaftswissenschaftler argumentierten damit, dass Private-Equity-Firmen verkrustete Managementstrukturen aufbrechen müssten, um den Unternehmensbetrieb im Sinne der Aktionäre

zu optimieren. Dieses Denken prägte auch die Lehre des Gesellschaftsrechts an den Universitäten, in MBA-Kursen und Beraterausbildungen in den neunziger Jahren bis hin ins neue Jahrtausend.

Heute sieht die Realität anders aus. Der Firmenethos „doing good while doing well“ wird von einer breiten Stakeholder-Koalition vertreten. Unternehmen sind heute praktisch *gezwungen*, die Gewinnmaximierung gegen allgemeinere gesellschaftliche Ziele abzuwägen. Diese Situation, in der sich Unternehmen entweder aufgrund externer Stakeholder oder durch das proaktive Engagement von Gründern und Management befinden, hat signifikante Implikationen für die Investoren dieser Firmen.

#### Abbildung 17: Immer mehr Unternehmen wollen mehr sein als nur gewinnorientiert

Welche der folgenden Aussagen trifft auf Ihr Unternehmen besser zu?



Quelle: Proprietäre Umfrage von PGIM unter mehr als 300 öffentlichen und privaten Unternehmen aus den USA, Deutschland und China (2019).

<sup>1</sup> Milton Friedman erläuterte seine Ansichten in einem einflussreichen Artikel im New York Times Magazin. „Die soziale Verantwortung des Unternehmens ist die Gewinnsteigerung“. „Geschäftsleute die glauben, das freie Unternehmertum zu verteidigen, wenn sie behaupten, dass es der Wirtschaft nicht ‚nur‘ um Profit geht, sondern auch um die Förderung wünschenswerter ‚gesellschaftlicher‘ Ziele; dass die Wirtschaft ein ‚soziales Gewissen‘ hat und ihrer Verantwortung für die Schaffung von Arbeitsplätzen, die Beseitigung von Diskriminierung, die Vermeidung von Umweltverschmutzung (und was auch immer die Schlagworte der heutigen Reformen sein mögen) ernst nimmt ... Geschäftsleute, die so reden, sind unwissentlich Marionetten der intellektuellen Kräfte, die die Grundlage einer freien Gesellschaft in den letzten Jahrzehnten untergraben haben.“

## Fünf wichtige Stakeholder

„**Weiterdenkende“ Eigentümer.** Eigentümer und Manager erwarten, dass ihre Unternehmen höhere Ziele verfolgen, einfach weil sie das als einen fundamentalen Grund für die Existenz des Unternehmens sehen. Howard Schultz, der ehemalige CEO von Starbucks, fragte 2014 auf eine Hauptversammlung: „Welche Rolle und welche Verantwortung hat eine gewinnorientierte Börsengesellschaft?“ In Beantwortung seiner eigenen Frage fuhr er fort: „Die Frage postuliert bereits, dass die Rolle eines Unternehmens in der Gesellschaft nicht nur darin besteht, Gewinn zu machen.“<sup>53</sup> Ein weiteres Beispiel für eine „weiterdenkende“ Firmenleitung ist TOMS Shoes. Nachdem er dabei geholfen hatte, gespendete Schuhe in Argentinien zu verteilen, entwickelte TOMS-Gründer Blake Mycoskie ein Geschäftsmodell, mit dem er das Spendenvolumen drastisch erhöhen wollte: Er wollte selbst Schuhe fertigen und für jedes verkaufte Paar ein weiteres Paar spenden. Heute hat sein gewinnorientiertes Unternehmen einen Wert von über 600 Millionen € – und hat mehr als 60 Millionen Paar Schuhe gespendet.<sup>54</sup>

**Externe Investoren.** Investmentunternehmen werden zunehmend als treibende Kraft für Nachhaltigkeit und positiven gesellschaftlichen Wandel wahrgenommen. Ihre Kunden und Boards erwarten von ihnen zunehmend, dass sie durch ihre Assetallokationen und durch Beeinflussung der Unternehmenspolitik diese Positionen vorantreiben. Obwohl sich nicht alle institutionellen Investoren mit Themen befassen wollen, die über ihre fiduziarischen Pflichten hinausgehen, hat das Thema sozial verantwortliches Investieren (SRI), bei dem Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG) berücksichtigt werden, in den vergangenen drei Jahrzehnten erheblich an Bedeutung gewonnen.<sup>55</sup> Nach Angaben der Global Sustainable Investment Alliance ist die Summe des weltweit verwalteten Vermögens bei dem mindestens ein SRI-Kriterium erfüllt ist, auf mittlerweile 31 Billionen \$ angewachsen (2014: 18 Billionen \$).<sup>56</sup> Viele institutionelle Investoren haben die UN-Initiative „Principles for Responsible Investing“ unterzeichnet. Mehr als die Hälfte des weltweit in ESD oder SRI-Strategien investierten Vermögens entfällt auf Europa, wo das Interesse an diesem Thema besonders groß ist.

Vielleicht der wichtigste Trend ist der zunehmende Shareholder-Aktivismus bei ESG-Fragen. In den USA hat sich die Zahl der Anträge von Aktionären im Zusammenhang mit ESG in den letzten zwei Jahrzehnten mehr als verdoppelt. Diese Art von Anträgen macht mittlerweile fast 40 % aller Anträge aus, die Aktionäre bei Unternehmen des Russell 3000 stellen.<sup>57</sup> Im Jahr 2018 übten zum Beispiel zwei große institutionelle Investoren (California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) und JANA Partners) koordiniert Druck auf Apple aus, um das Unternehmen dazu zu bewegen, für iPhones bessere Funktionalitäten für den Kinderschutz zu implementieren.<sup>58</sup>

**Aufsichtsbehörden.** Aufsichtsrecht hat immer großen Einfluss darauf gehabt, nach welchen Regeln Unternehmen handeln. Trotzdem begannen Regierungen erst in den siebziger Jahren, in Bezug auf soziale Themen und Umweltschutz proaktiver vorzugehen.<sup>59,ii</sup> Europa ist hier Vorreiter. Beispielsweise waren in der EU im Jahr 2018 insgesamt 6000 Firmen verpflichtet, ihre Richtlinien zum Klimaschutz zu veröffentlichen.<sup>60</sup>

*Vielleicht der wichtigste Trend ist der zunehmende Shareholder-Aktivismus bei ESG-Fragen.*

Es gibt zahlreiche weitere Beispiele, wie Aufsichtsbehörden bei der Regulierung von Behörden jetzt stärker auf gesellschaftliche Ziele achten. Die australische Regierung hat im Jahr 2017 einen Ausschuss zur Untersuchung von Fehlverhalten in der Finanzindustrie eingesetzt. Aufgabe dieses Ausschusses war es, herauszufinden „ob Verhaltensweisen, Praktiken oder Geschäftsaktivitäten von Finanzdienstleistern die gesellschaftlichen Normen und Erwartungen nicht einhalten“.<sup>61</sup> Viele Staaten haben außerdem begonnen, eine Reihe von Reformen zur Erreichung der im Pariser Abkommen 2016 geregelten Emissionsziele zu implementieren. Indien hat eine ganze Reihe stark umweltverschmutzender Branchen verpflichtet, Überwachungssysteme zur Emissionsmessung zu installieren. Die Daten stehen bei Verstößen dem Gericht zur Verfügung.<sup>62</sup>

<sup>ii</sup> Das Umdenken auf staatlicher Seite führte zur Einrichtung neuer Umweltschutzbehörden (Frankreich und Japan: 1971, Deutschland: 1974) und zu einer Reihe multinationaler Abkommen (das UN-Umweltprogramm (1972) und das erste Umweltaktionsprogramm der europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (1973)).

**Mitarbeiter.** Mit der zunehmenden Bedeutung intellektueller und immaterieller Vermögenswerte für den Erfolg von Unternehmen hat auch das Humankapital an Bedeutung gewonnen. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass hochqualifizierte – und häufig jüngere – Mitarbeiter an Einfluss gewonnen haben. Mitarbeiter der Millennial-Generation wollen zunehmend, dass der Zweck, die Mission und Kultur Ihres Unternehmens ihren eigenen Werten entsprechen.<sup>63</sup> Jüngste Umfragen haben ergeben, dass in Großbritannien 50 % und in den USA 86 % der Millennials sinnvolle Arbeit einem höheren Gehalt vorziehen.<sup>64</sup> Vor dem Hintergrund dieser Trends ist zu erwarten, dass der Druck auf Firmen zu verantwortlichem Handeln steigen wird.

**Kunden.** Verbraucheraktivismus durch individuelles Verbraucherverhalten ist schon seit langem ein wichtiger Treiber für gesellschaftlichen Wandel. Zum Beispiel forderte im frühen 19. Jahrhundert die „Free Produce“-Bewegung Konsumenten dazu auf, von Sklaven hergestellte Güter zu meiden. Heute stützt sich der Verbraucheraktivismus auf soziale Medien und konzentriert sich vor allem auf die Bereiche Umwelt, Geschlechter- und Einkommensgleichheit, Klimawandel und sozial verantwortliche Lieferketten. Laut einer Erhebung von Euromonitor International sehen sich 17 % aller Konsumenten weltweit als Aktivist:innen, die bei ihren Einkäufen globale Themen zur Priorität machen.<sup>65</sup> Im Gegensatz zum traditionellen Produktboykott hat sich eine neue Form des Verbraucheraktivismus entwickelt, der „*Boycott*“, also der bewusste Kauf von Produkten von Unternehmen mit einer entsprechend sozial verantwortlichen Unternehmenspolitik. Insgesamt 83 % aller Verbraucheraktivisten gaben an, dass es heute besonders

wichtig ist, durch gezielte Käufe verantwortungsvolle Unternehmen zu unterstützen. Dagegen sind 59 % der Auffassung, dass es besonders wichtig ist, an Boykotten teilzunehmen.<sup>66</sup>

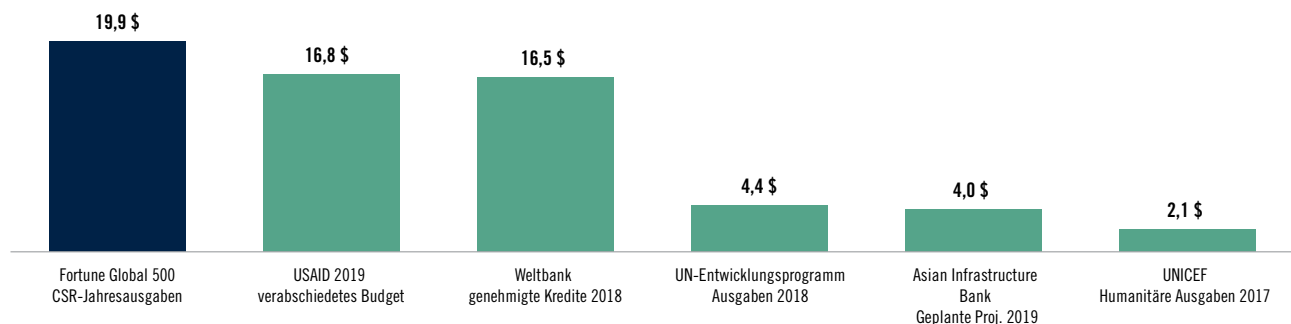
## Die Antwort der Unternehmen

**Unternehmen werden zunehmend proaktive Treiber des gesellschaftlichen Wandels.** Konfrontiert mit einem Netzwerk aus Stakeholdern, die verantwortliches Handeln fordern, unternehmen Firmen größere Anstrengungen im Hinblick auf die Vermarktung, Positionierung und Kommunikation ihrer gesellschaftlichen Beiträge. Manche Unternehmen wenden auch Ressourcen für gesellschaftliche oder umweltbezogene Ziele aus, die nicht unbedingt der finanziellen Gewinnmaximierung dienen. Die Zahl der Unternehmen, die ESG-Berichte vorlegen, hat sich bis 2016 auf 9000 erhöht. Anfang der Neunzigerjahre waren es nur etwa 20.<sup>67</sup> Firmen geben Geld für „Corporate Social Responsibility“ (CSR) aus. Die Unternehmen des Fortune Global 500 wenden in diesem Bereich jährlich 20 Mrd. \$ auf (Abbildung 18).

Außerdem berücksichtigen Unternehmen ihre ethischen Werte im Rahmen ihres Handelns, zum Beispiel bei der Auswahl ihrer Zulieferer und Kunden und in der Struktur ihrer Lieferketten, teilweise sogar, wenn dies sich auf ihren Gewinn auswirkt. Beispielsweise hat Google nach öffentlichen Rücktritten und einer von 4000 Mitarbeitern unterzeichneten Petition einen Vertrag mit dem US-Verteidigungsministerium über die Entwicklung von künstlicher Intelligenz gekündigt, der nach Ansicht einiger Beobachter zu einem Auftrag mit einem Volumen von mehreren Milliarden Dollar hätte führen können.<sup>68</sup>

Abbildung 18: CSR-Ausgaben sind ein großer Teil der globalen Ausgaben für soziale und gesellschaftliche Ziele

\$ Mrd.



Quelle: „Business Backs Education“ UNESCO, 2015; „Annual Report 2018: Ending Poverty. Investing in Opportunity“, World Bank, 2018; „2019 Business Plan and Budget Summary“, Asian Infrastructure Investment Bank, Dezember 2018; „Fiscal Year (FY) 2019 Development and Humanitarian Assistance Budget“ USAID, 2019; „UNDP Transparency Portal“ UNDP, 2018; „UNICEF Humanitarian Action Study 2017: A synthesis of UNICEF’s response“, UNICEF, 2017.

Schließlich beziehen Unternehmen in der Öffentlichkeit Stellung zu gesellschaftlichen Themen. Dies geschieht zum Beispiel durch Kampagnen auf Social Media, durch die Entwicklung sozial verantwortlicher Werbekampagnen, mit Lobbyarbeit oder durch die öffentlichkeitswirksame Publizierung ihrer Ansichten in den Medien. Beispiele aus den USA sind die „Mom On“-Kampagne von Yoplait, die sich mit häufig geäußelter Kritik an Müttern befasst, der Werbespot „We Accept“ von Airbnb über Rasse und Vielfalt, und Budweisers Werbespot „Born the Hard Way“ über den Unternehmensgründer, einen Einwanderer.

*Die Integration relevanter ESG-Kennzahlen in den Investmentprozess ist wichtig sowohl für ESG-Befürworter als auch für Skeptiker.*

#### Neue, sozial verantwortliche Geschäftsmodelle

**entstehen.** In den Vorständen vieler Unternehmen hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass eine gute Sozial- und Umweltschutzpolitik langfristig dem Unternehmenswert nützt. Manche Firmen gehen aber noch weiter und machen soziale Verantwortung ausdrücklich zum Teil ihres Geschäftsmodells und ihrer Governance-Strukturen.

In Nordeuropa hat die Zahl der Unternehmensstiftungen – Firmen, die ganz oder teilweise im Eigentum von gemeinnützigen oder privaten Stiftungen stehen – in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutlich zugenommen. In Dänemark gehören mittlerweile 25 % der 100 größten dänischen Konzerne zu solchen Stiftungen, an der Börse machen sie etwa 70 % der Marktkapitalisierung aus. Beispiele sind prominente Unternehmen wie Bertelsmann, Heineken, Ikea und Carlsberg.<sup>69</sup> Während diese Unternehmen weiterhin gewinnorientiert arbeiten, wird der soziale Zweck in der Geschäftsführung des Unternehmens verankert. Die Kontrolle des Unternehmens wird zum Teil auf eine Stiftung oder eine gemeinnützige Organisation übertragen und Gewinne des Unternehmens werden zur Finanzierung sozialer Ziele verwendet.<sup>iii</sup>

<sup>iii</sup> Jüngste Studien deuten darauf hin, dass Unternehmen in Stiftungsbesitz besser gegen wirtschaftliche Schocks gerüstet sind, hohe Überlebensraten haben und besonders gut für Branchen mit langen Zeithorizonten geeignet sind. Dennoch scheint ihre Bewertung an den Börsenmärkten etwas niedriger zu sein. Für weitere Informationen siehe Ann-Kristin Achletner et al., „Foundation ownership and shareholder value: an event study“, *Review of Managerial Science*, 13. August 2018 und Steen Thomsen et al., „Industrial Foundations as Long-Term Owners“, *European Corporate Governance Institute, Copenhagen Business School, Finance Working Paper No. 556/2018*, März 2018.

<sup>iv</sup> Für weitere Informationen über die Anwendung von ESG im Bereich der verbrieften Vermögenswerte siehe John Vibert, John Di Paolo und Florence Chan, „Applications of ESG to Securitized Assets“ *PGIM Fixed Income*, Februar 2019.

In den USA hat sich mit der sogenannten „*Benefit Corporation (B Corp)*“ eine neue Unternehmensform herausgebildet, die Gewinnorientierung mit Gemeinnutz vereint, und die den sozialen Zweck unmittelbar in ihren Governance-Strukturen abbildet. Unternehmen, die als „*B-Corporations*“ gegründet werden, verpflichten ihre Organe damit rechtlich, neben den finanziellen Interessen der Anteilseigner auch soziale Aspekte und den Umweltschutz zu berücksichtigen. Diese Gesellschaftsform ist in 36 US-Bundesstaaten rechtlich geregelt. Beispiele sind Kickstarter, Laureate Education Inc., King Arthur Flour Company und Patagonia.<sup>70</sup> B-Corporations haben zusätzliche Berichtspflichten, die es ihren Gesellschaftern ermöglichen sollen, sie in Bezug auf ihre gemeinnützigen Ziele rechenschaftspflichtig zu machen.

## Implikationen für das Portfolio

### 1. Die Integration relevanter ESG-Kennzahlen in den Investmentprozess ist wichtig sowohl für ESG-Befürworter als auch für ESG-Skeptiker

Wenn Unternehmen gezwungen werden, neben der Gewinnmaximierung weiterführende Zwecke zu verfolgen, stellt jede relevante ESG-Kennzahl, die vom Markt *noch nicht* eingepreist ist, eine Chance für Investoren dar – unabhängig davon, ob sie ESG-Grundsätze befürworten oder ablehnen. Investoren sollten daher diese Kennzahlen bei ihrer Wertpapierselektion berücksichtigen und ebenso ernst nehmen wie andere Faktoren. Während die relativ schwache und inkonsistente Datenqualität im ESG-Bereich zu gemischten empirischen Ergebnissen über ESG und die Auswirkungen auf die Performance geführt hat, gibt es doch in der Forschung zunehmend Hinweise darauf, dass zumindest ein Teil der ESG-Kennzahlen spürbaren Einfluss auf die Investmentrenditen haben und die Risiken für langfristige Investoren mindern. Das trifft sogar auf den Bereich der verbrieften Vermögenswerte zu, für die das Thema ESG auf den ersten Blick wenig Relevanz zu haben scheint.<sup>iv</sup> Drei Beispiele:

- **Umwelt:** Welche Managementteams positionieren ihr Unternehmen, um die Risiken des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und einem entsprechenden Regulierungssystem zu bewältigen?
- **Sozial:** Welche Unternehmen sind aufgrund von sozialem Aktivismus Reputationsrisiken (und Verbraucherboykotts) ausgesetzt?
- **Governance:** Welche Managementteams sind beim Ausweis ihrer Gewinne und Cashflows übermäßig kreativ? Welche Verwaltungsräte haben Missbräuche im Hinblick auf Datenschutz und monopolistisches Geschäftsgebaren toleriert und sind jetzt mit Maßnahmen der Aufsichtsbehörden konfrontiert?

Für Investoren ergibt sich ein breites Spektrum möglicher Handlungsoptionen: Selbst ESG-Skeptiker sollten zumindest solche ESG-Kennzahlen berücksichtigen, die messbare Auswirkungen auf die risikoadjustierte Rendite haben. Am anderen Ende der Skala können ESG-Befürworter weiterentwickelte ESG-Filter und ESG-Kennzahlen im Rahmen ihres Investmentprozesses einsetzen, um besonders ethische Unternehmen zu unterstützen – gegebenenfalls unter Inkaufnahme einer niedrigeren Rendite.

## 2. Neubewertung möglicher Probleme durch ESG-Ausschlusslisten

ESG-Ausschlusslisten gestatten es Anlegern zwar, ihre ethischen Ansichten unmissverständlich auszudrücken, haben aber auch unbeabsichtigte Konsequenzen. Ausschlusslisten schränken das verfügbare Anlageuniversum ein und können die Investorserträge mindern. Es gibt aber noch zwei weitere, weniger offensichtliche Effekte:

Erstens ist die Nachfrage nach Aktien geringer, die auf zahlreichen Ausschlusslisten stehen. Dies führt in der Regel zu einem niedrigeren Aktienkurs und einer geringeren Bewertung. Es gibt einen Punkt, an dem dieser Preisabschlag ausreichend hoch ist, um die Aktie für Value-Investoren interessant zu machen, die *keinen* Ausschlussfilter benutzen. Wenn die Bewertung eines Börsenunternehmens deutlich unter den Wert seiner Cashflow-Kapazität fällt, wird das Unternehmen für Private-Equity-Investoren interessant. Wird das Unternehmen von der Börse genommen, so kann dies aufgrund der sehr beschränkten Berichtspflichten privater Unternehmen die ESG-Transparenz noch weiter einschränken.

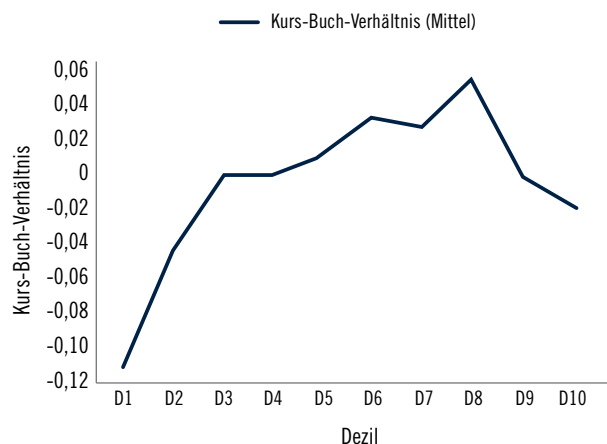
Außerdem sind ESG-Investoren durch einen völligen Ausschluss solcher Unternehmen daran gehindert, als Aktionäre Einfluss auf ihre Firmenpolitik zu nehmen.<sup>71</sup> Eine weitere Frage ist, ob Investoren mit Ausschlusslisten einen Leerverkauf solcher Unternehmen im Rahmen von Long-/Short-Strategien oder Relative-Value-Ansätzen zulassen sollten. Dies würde dem Investor die Möglichkeit eröffnen, einen gewissen Einfluss auf die ESG-Praktiken des Unternehmens auszuüben.

## 3. Einbeziehung weiterentwickelter Ansätze („ESG 2.0“)

Angesichts der Defizite bei vielen der ursprünglich entwickelten ESG-Ansätze sollten sich Investoren mit weiterentwickelten Konzepten auseinandersetzen, die in diesem Bereich mittlerweile zur Verfügung stehen:

- **Abschied von formelhaften „Checklisten“-ESG-Ratingmethoden, Einräumung von Ermessensspielraum.** Die Ergebnisse der ca. 150 verschiedenen Anbieter von ESG-Ratings, Rankings und Indices sind recht uneinheitlich.<sup>72</sup> Häufig ist es so, dass sich Ratings widersprechen und wenig Korrelation aufweisen. Allzu oft gehen häufig genutzte Ratingansätze aufgrund ihres „Checklisten“-Charakters vollkommen an der Sache vorbei. Zum Beispiel haben manche Unternehmen keine Richtlinien zur modernen Sklaverei, weil sie in Ländern und in Lieferketten tätig sind, wo Menschenhandel einfach kein Thema

Abbildung 19: Markt-Buch-Verhältnis nach Amtszeiten im Verwaltungsrat



Quelle: Joshua Livnat, Gavin Smith, Kate Suslava und Martin Tarlie, „Do Directors Have a Use-By Date? Examining the Impact of Board Tenure on Firm Performance“, 23. Februar 2016.



ist. Dagegen ist es bei Firmen mit solchen Richtlinien häufig so, dass sie diese Richtlinien aufgrund früheren Fehlverhaltens haben oder weil in ihrer Branche der Menschenhandel ein erheblich größeres Problem darstellt. Bessere Ansätze für die ESG-Bewertung von Branchen und Unternehmen müssen Konsistenz, Gründlichkeit und Disziplin mit Ermessensspielräumen vereinen. Nur so können Aktien- und Anleiheanalysten in die Lage versetzt werden, die einzelnen Unternehmen auf Grundlage ihrer eigenen vertieften Kenntnisse richtig zu bewerten.

■ **Auseinandersetzung mit der komplexen Beziehung zwischen ESG-Faktoren und Investmentrenditen.**

Die Beziehung zwischen ESG-Faktoren und Renditen ist manchmal ausgesprochen kontraintuitiv. Eine verbreitete ESG-Forderung ist die ständige „Erneuerung“ des Verwaltungsrats, um ein vielfältiges, frisches Gremium zu erhalten. Die Ansicht ist dabei, dass langjährige Verwaltungsratsmitglieder sich zu sehr mit dem Management anfreunden, was ihre Fähigkeit beeinträchtigen kann, die Interessen der Aktionäre wirksam zu vertreten. Eine Studie von QMA (ein Unternehmen von PGIM) hat jedoch Hinweise ergeben, dass diese Annahme vielleicht nicht stimmt. Längere Amtszeiten im Verwaltungsrat haben eine positive Korrelation mit dem aktuellen und Kurs-Buch-Verhältnis. Dabei ist aber zu beachten, dass sich diese Korrelation umdreht, wenn die durchschnittliche Verweildauer im Verwaltungsrat neun Jahre überschreitet (Abbildung 19). Entgegen der verbreiteten Meinung scheinen die Aktienmärkte Unternehmen mit langjährigen Verwaltungsräten mit einer „Stabilitätsprämie“ zu belohnen, wenn auch nicht unbegrenzt.<sup>73</sup>

- **Für einzelne Firmen und Branchen müssen die relevanten ESG-Faktoren sorgfältig ausgewählt werden.** Proprietäre Untersuchungen von PGIM haben gezeigt, dass eine Beschränkung auf für einzelne Firmen und Branchen relevante ESG-Kennzahlen besser ist, als die Nutzung sämtlicher verfügbaren Metriken. Mehr ist in diesem Bereich also nicht besser. Eine Analyse des Russell 3000 hat beispielsweise ergeben, dass Unternehmen mit guten Bewertungen bei den

relevanten ESG-Kennzahlen mit einer Überrendite von durchschnittlich 1,7 % deutlich besser abschneiden als ihre Wettbewerber. Bei Zugrundelegung sämtlicher verfügbaren ESG-Kennzahlen (einschließlich der irrelevanten) ergab sich dagegen der umgekehrte Effekt. Ähnliche Ergebnisse ergab eine Untersuchung beim S&P 500.<sup>74</sup> Einen vielversprechenden Ansatz für Investoren zur Identifizierung der richtigen ESG-Kennzahlen für die einzelnen Branchen ist die Sustainability Accounting Standards Board (SASB) Materiality Map. Sie bildet auf Grundlage von eingehenden Analysen der einzelnen Branchen 30 ESG-Themen für 79 Branchen ab und zeigt, welche ESG-Kriterien für die einzelnen Branchen wichtig sind. Obwohl bislang nur wenige Unternehmen SASB nutzen, hat sich dieser Ansatz für die Renditeprognose und den Portfolioaufbau bereits bewährt.<sup>v</sup>

*Investoren müssen für die einzelnen Branchen und Firmen die wirklich wichtigen ESG-Faktoren identifizieren.*

Wenn Investoren ESG-Kennzahlen stärker in ihrem Investmentprozess verankern wollen, ist es für sie sehr wichtig, ihren Einfluss geltend zu machen im Hinblick auf die Verbesserung der Konsistenz, Qualität und Regelmäßigkeit von ESG-Daten. Dies gilt gerade deswegen, weil institutionelle Investoren einen erheblichen Teil der ESG-Nachfrage ausmachen.

Obwohl dies angesichts der vielfältigen Ziele und Datenanforderungen der Anleger schwierig ist, werden hier bereits vielversprechende Anstrengungen unternommen. So hat etwa das Carbon Disclosure Project ein weltweites Berichtssystem eingerichtet, mit dem Unternehmen Umweltdaten offenlegen können. Die Organisation hat sich mit 88 Investoren zusammengeschlossen, die insgesamt für ein verwaltetes Vermögen von 10 Bio. \$ verantwortlich sind. Ziel dieser Kooperation ist es, Druck auf Unternehmen auszuüben, über ihre Nachhaltigkeitsmaßnahmen Bericht zu erstatten.<sup>77</sup>

<sup>v</sup> QMA benutzte kürzlich die SASB Materiality Map, um zu zeigen, dass Unternehmen mit besseren relevanten ESG-Werten höhere Bewertungen haben als niedriger eingestufte Unternehmen, die zukünftige Rendite aber vergleichbar aussieht. Dies ermöglicht es Anlegern, Unternehmen mit schlechten ESG-Werten gegen Unternehmen mit guten ESG-Werten auszutauschen, ohne auf Rendite zu verzichten.

Auch die Aufsichtsbehörden können bei der Standardisierung eine wichtige Rolle spielen. Im Oktober 2018 hat eine Gruppe institutioneller Investoren, Assetmanager, bundesstaatlicher Finanzminister und kommunaler Pensionskassen bei der US-Wertpapierbehörde SEC eine Petition zur Einführung verpflichtender, standardisierter ESG-Berichte eingereicht.<sup>78</sup>

Obwohl der Fortschritt bislang recht langsam ist und staatliche Behörden wie die SEC sich in Bezug auf verpflichtende ESG-Berichte zurückhaltend äußern, wächst der Druck seitens der Anlegergemeinschaft deutlich an.<sup>79</sup> Institutionelle Investoren mit einer ESG-Agenda sollten sicherstellen, dass sie an der Diskussion beteiligt werden und die neuen Berichtstandards mitgestalten können. Berichte müssen konsistenter, regelmäßiger und zuverlässiger werden. Eine neue Studie der Harvard Business School untermauert ebenfalls diesen Ansatz. Sie ergab, dass die Einreichung von „relevanten“ ESG-Aktionärsanträgen (relevant auf Grundlage der SASB Materiality Map) zu langfristig höheren Bewertungen führte, während die Einreichung von „irrelevanten“ ESG-Aktionärsanträgen den gegenteiligen Effekt hatte. Dies weist darauf hin, dass Anstrengungen eines Unternehmens in Bezug auf die für seine Branche relevanten ESG-Themen von Investoren begrüßt werden sollten, während Anstrengungen in Bezug auf irrelevante Themen die Geschäftsführung von ihren wirklichen Aufgaben abhält und dem Unternehmenswert schadet.<sup>75</sup>

#### 4. **Vorschlag: Ein Core/Satellite-Ansatz für ESG-Investieren**

Für viele institutionelle Investoren bedeutet ESG-investieren einfach zwei Dinge: (1) Allgemeiner Ausschluss von Branchen und Sektoren wie etwa fossile Brennstoffe, Tabak und Schusswaffen, oder (2) gezielte Allokation in ESG-Fonds, typischerweise zur Erzielung langfristiger sozialer Renditen. Sowohl US-amerikanische als auch europäische Investoren haben in erheblichem Umfang in diese beiden Ansätze investiert.

Wir sind aber der Auffassung, dass diese konventionellen Strategien zu pauschal, potenziell inkonsistent und manchmal auch nur schwierig mit den fiduziarischen Pflichten von Investoren vereinbar sind. Dies hat dazu geführt, dass die ESG-Strategien bislang noch relativ wenig genutzt werden.

Investoren, die ihr gesamtes Portfolio nach ESG-Kriterien investieren wollen, sollten einen Core/Satellite-Ansatz in Erwägung ziehen. Der Kern der Anlagestrategie zielt explizit auf eine gute Anlageperformance, berücksichtigt dabei aber ESG-Kennzahlen. Der „Satelliten“-Teil des Portfolios zielt dagegen ganz speziell auf Investitionen ab, die hohe soziale Renditen erzielen. Vor dem Hintergrund der wachsenden Nachfrage nach ESG-Investments werden institutionelle Investoren in Zusammenarbeit mit ihren Assetmanagern auf Grundlage ihrer individuellen Mandate das richtige Gleichgewicht zwischen „Core“- und „Satellite“-Investments finden müssen.

#### 5. **Beeinflussung des Unternehmensreportings zur Verbesserung von ESG-Daten und ESG-Resultaten**

Es gibt viele verschiedene Methoden und Praktiken zur Erfassung und Publikation von ESG-Daten. ESG-Daten sind typischerweise nur lückenhaft und mit Zeitverzögerung aus einer unübersichtlichen Vielzahl freiwilliger Publikationen, Umfragen, staatlicher Berichte, Interviews und Nachrichtenmeldungen verfügbar. Unternehmen haben erheblichen Ermessensspielraum bei der Frage, über was sie berichten wollen und wie häufig. Sie können zum Beispiel sowohl über relevante als auch irrelevante ESG-Kriterien, über ihren eigenen Betrieb oder über ihre gesamte Lieferkette berichten. Sie können ihre Ergebnisse klaren Zielen gegenüberstellen oder allgemeinen Richtlinien. Sie können einen global akzeptierten ESG-Standard verwenden oder ihre eigenen Kriterien formulieren. Sie haben sogar die Wahl, ob sie ihr ESG-Reporting extern prüfen lassen wollen.<sup>76</sup>

## Fazit




Die Unternehmen, die Investoren heute in ihren Portfolios halten, sehen ganz anders aus als noch vor einem Jahrzehnt. Die wachsende Bedeutung, die immateriellen Vermögenswerten und Flexibilität zukommt, die Entwicklung nationaler Superstars und der Wandel in den Stakeholder-Erwartungen bezüglich der gesellschaftlichen Rolle eines Unternehmens haben das Denken und Handeln in der Unternehmenswelt dramatisch verändert.

Bei PGIM sind wir davon überzeugt, dass diese Änderungen weit reichende Konsequenzen dafür haben, wie Anleger ihre Portfolios aufbauen und absichern. Investoren müssen bei ihren Investmentstrategien diese

Transformation der Unternehmenswelt berücksichtigen – das betrifft sowohl öffentliche als auch private Märkte und sowohl Aktien als auch Anleihen und Immobilien (Abbildung 20).

Es ist noch nicht absehbar, wie Unternehmen in fünf Jahren – oder in 50 Jahren – aussehen werden. Eins ist aber klar: Das Unternehmen bleibt ein entscheidender Motor für Wachstum und Innovation in der globalen Wirtschaft und wird sich auch weiterhin wandeln. Es ist Sache der Investoren und ihrer Assetmanager, flexibel zu sein, um die Chancen der Firmenentwicklung im 21. Jahrhundert zu nutzen und die Risiken zu minimieren.

Abbildung 20: Unternehmen im 21. Jhd.: Implikationen für das Portfolio

	Börsengehandelte Aktien	Börsengehandelte Anleihen	Alternative Investments	Realanlagen
<b>Das „gewichtlose“ Unternehmen</b> 	Nutzung der Chancen, die börsengehandelte und private Schuldinstrumente gewichtsloser Firmen bieten		Prüfung, ob innerhalb von Industrienationen Privatunternehmen stärker gewichtet werden sollten angesichts der geänderten Anlagesituation in einer weniger kapitalintensiven Welt	Anpassung von Immobilienportfolios an das WeWork-Modell und die Gig Economy
	Neuausrichtung der Aktieninvestments durch höhere Investments in Schwellenmärkten			
<b>Das Superstar-Unternehmen</b> 			Bei der Finanzierung von Startups ist aufgrund der „Todeszone“, die Superstar-Firmen umgibt, Vorsicht angesagt	
	Entwicklung eines Investmentrahmens zur Identifizierung der nächsten Generation nationaler Superstars		Genauere Beobachtung des IPO-Markts angesichts der potenziellen Dichotomie zwischen börsengehandelten und privaten Unternehmen bei der Abwägung von Profitabilität und Netzwerkgröße	
<b>Das Unternehmen mit Gemeinsinn</b> 	Die Integration relevanter ESG-Kennzahlen in den Investmentprozess ist wichtig sowohl für ESG-Befürworter als auch für ESG-Skeptiker			
	Neubewertung der Probleme von ESG-Ausschlusslisten			
	Einbeziehung weiterentwickelter Ansätze („ESG 2.0“)			
	Vorschlag: Ein Core-Satellite-Ansatz für ESG-Investieren			
Beeinflussung des Unternehmensreportings zur Verbesserung von ESG-Daten und ESG-Resultaten				

## Danksagungen

PGIM bedankt sich für die Beiträge der folgenden Personen:

**Dr. Giuseppe Berlingieri**, Dozent für Wirtschaftswissenschaften, ESSEC Business School; Wirtschaftswissenschaftler, Direktion für Wissenschaft, Technologie und Industrie, OECD; Research Associate, Centre for Economic Performance, London School of Economics; wissenschaftlicher Mitarbeiter, THEMA Forschungszentrum, Universität Cergy-Pontoise

**Dr. Andrew Karolyi**, Deputy Dean and Dean of Academic Affairs, SC Johnson College of Business, Cornell University; Harold Bierman Jr., Distinguished Professor of Management, SC Johnson College of Business, Cornell University

**Professor Colin Mayer**, Peter Moores Professor of Management Studies, Saïd Business School, University of Oxford; Honorary Fellow, Oriel College, Oxford; Honorary Fellow, St. Anne's College, Oxford; Professorial Fellow, Wadham College, Oxford; Fellow, British Academy; Fellow, European Corporate Governance Institute; Trustee, Oxford Playhouse

**Dr. Javier Miranda**, Principal Economist, U.S. Census Bureau

**Dr. Steen Thomsen**, Novo Nordisk Foundation Professor für Unternehmensgründungen am Center for Corporate Governance, Copenhagen Business School

## PGIM-Mitarbeiter

**Shehriyar Antia**, PGIM

**Peter Clark**, Jennison Associates

**Scott Dalrymple**, PGIM Real Estate

**Jeff Dickson**, PGIM Private Capital

**Mathew Douglass**, PGIM Private Capital

**Richard Greenwood**, PGIM Fixed Income

**Dr. Peter Hayes**, PGIM Real Estate

**Christina Hill**, PGIM Real Estate

**David Hunt**, PGIM

**Dr. Taimur Hyat**, PGIM

**Jake Kemeny**, PGIM Fixed Income

**David Klausner**, PGIM

**Dr. Joshua Livnat**, QMA, ein PGIM-Unternehmen

**Cathy Marcus**, PGIM Real Estate

**Lee Menifee**, PGIM Real Estate

**Dr. Harsh Parikh**, PGIM IAS

**Dr. Arvind Rajan**, PGIM Fixed Income

**Dr. George Sakoulis**, QMA, ein PGIM-Unternehmen

**Dr. Nathan Sheets**, PGIM Fixed Income

**Dr. Gavin Smith**, QMA, ein PGIM-Unternehmen

**Brian Thomas**, PGIM Private Capital

**John Vibert**, PGIM Fixed Income

**Tan Vu**, PGIM Private Capital

# Endnoten

- 1 Walker, Paul, „The Theory of the Firm: An overview of the economic mainstream“, Routledge, 2017.
- 2 Basierend auf der Portfoliogewichtung eines großen US-Pensionsfonds. Die Werte beruhen auf dem Marktwert der Vermögenswerte (Stand: 30. Juni 2018).
- 3 Berechnungen von PGIM auf Grundlage von Daten der internationalen Arbeitsorganisation und der Weltbank (Stand: 20. August 2019).
- 4 „Intangible Asset Market Value Study“, Ocean Tomo, 2017. Hinweis: Im Rahmen dieser Analyse wurde der S&P 500 als Index zugrunde gelegt. Alle Daten mit Stand 2015.
- 5 Gross, Peter M.J., „Investing in a Winner-Take-All World“, CFA Institute, October 25, 2018. <<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2018/10/25/investing-in-a-winner-take-all-world/>>
- 6 „Business Backs Education: Creating a baseline for Corporate CSR Spend on Global Education Initiatives“, UNESCO und Varkey Foundation, Januar 2015. <<http://www.unesco.org/education/BBE-EPG-Report2015.pdf>>; „UNICEF Humanitarian Action Study 2017: A synthesis of UNICEF's response“, United Nations Children's Fund, 2017. <[https://www.unicef.org/appeals/files/HAS\\_Study\\_2017\\_Final.pdf](https://www.unicef.org/appeals/files/HAS_Study_2017_Final.pdf)>; UNDP Transparency Portal, 2017. <<https://open.undp.org/>>
- 7 „Intangible Asset Market Value Study“, Ocean Tomo, 2017. Alle Daten mit Stand 2015.
- 8 Haskel, Jonathan and Westlake, Stian, „Capitalism Without Capital“, Princeton University Press, 2018.
- 9 Basierend auf nicht veröffentlichten Forschungsergebnissen von und Unterhaltungen mit Dr. Andrew Karolyi (Cornell University S.C. Johnson Business School); Rodrik, Dani, „Premature deindustrialization“, Journal of Economic Growth, Springer, Vol. 21(1), Seiten 1-33, März 2016. <<https://www.nber.org/papers/w20935>>
- 10 Doidge, Craig, Kahle, Kathleen M., Karolyi, G. Andrew und Stulz, René, „Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?“ Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 30, Issue 1, S. 8-16, Winter 2018. <<https://ssrn.com/abstract=3176244>>
- 11 Datenbank der Weltbank (Stand: 5. Juni 2019)
- 12 United States Bureau of Labor Statistics (Stand: 30. Mai 2019).
- 13 Berlingieri, Giuseppe, „Outsourcing and the Shift from Manufacturing to Services“, VOX CEPR Policy Portal, 25. September 2014. <<https://voxeu.org/article/outsourcing-and-shift-manufacturing-services>>
- 14 „The Rise of the Superstars“, The Economist, 15. September 2016 <<https://www.economist.com/special-report/2016/09/15/the-rise-of-the-superstars>>; Microsoft, 2018 10-K; Alphabet, 2018 10-K; Apple 2018 10-K.
- 5 Sheets, Nathan und Jiranek, George, „The Great ‘Hollowing Out’ of the U.S. Job Market“, PGIM Fixed Income, Juni 2019 <<https://www.pgim.com/pgim-fixed-income/thought-leadership/perspectives/The-Great-Hollowing-Out-of-the-US-Job-Market>>
- 16 Prassl, Jeremias, „Humans as a Service: The Promise and Perils of Work in the Gig Economy“, Oxford University Press, 2018.
- 7 Daten für Uber mit Stand 2018. Daten für Airbnb mit Stand 2018 für die Zahl der Mitarbeiter, 2019 für die Zahl der Hosts und 2017 für Umsatz. Daten für Ola mit Stand 2016 für die Zahl der Mitarbeiter, 2018 für die Zahl der Fahrer und den Umsatz. Daten für Didi mit Stand 2019 für die Zahl der Mitarbeiter und für die Anzahl der Fahrer; die Zahlen für den Umsatz stammen aus einer Schätzung für 2018. Quellenangabe: „Company Info“, Uber (Stand 1. Juli 2019); „Global net revenue of Uber from 2013 to 2018 (in billion U.S. dollars)“, Statista (Stand 1. Juli 2019); „Airbnb Statistics“, iProperty Management, Juni 2019; „Airbnb's Competitors, Revenue, Number of Employees, Funding and Acquisitions“, Owl, 2017; Kashyap, Karan, „It's Uber Vs. Ola For The Battle Of Supremacy In The Indian Market“, Forbes, 21. September 2017; „Ola halves losses, revenue up 61%“, Economic Times, 1. Februar 2019; „Ola drives into U.K. market to capture ride-hailing market share from Uber“, The Tribune, 7. August 2018; Lunden, Ingrid und Dillet, Romain, „Airbnb aims to be ‘ready’ to go public from June 30, 2019, creates cash bonus program for staff“, TechCrunch, 2018; Si, Ma, „Didi to lay off 15% of total staff“, China Daily, 15. Februar 2019; Zhang, Jane, „Didi by the numbers: ride-hailing firm covered more miles in 2018 than 5 Earth-to-Neptune round-trips“, South China Morning Post, 23. Januar 2019; „Is \$80 Billion Valuation Achievable For Didi Chuxing's IPO?“, Forbes, 24. Dezember 2018.
- 8 Prassl, Jeremias, „Humans as a Service: The Promise and Perils of Work in the Gig Economy“, Oxford University Press, 2018.
- 19 Manyika, James, et al., „Independent work: Choice, necessity, and the gig economy“, McKinsey Global Institute, Oktober 2016. <<https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/independent-work-choice-necessity-and-the-gig-economy>>
- 20 Prassl, Jeremias, „Humans as a Service: The Promise and Perils of Work in the Gig Economy“, Oxford University Press, 2018.
- 21 Ponsen, Adrian, „Trends in Square Feet per Office Employee: An Update“, NAIOP, Herbst 2017. <<https://www.naiop.org/en/Magazine/2017/Fall-2017/Marketing-Leasing/Trends-in-Square-Feet-per-Office-Employee-An-Update>>
- 22 Useem, Jerry, „When Working From Home Doesn't Work: IBM pioneered telecommuting. Now it wants people back in the office“, The Atlantic, November 2017. <<https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2017/11/when-working-from-home-doesnt-work/540660/>>
- 23 „The End of the Traditional 9-5? IWG New Study Finds 70 Per Cent of Us Skip the Office to Work Elsewhere“, PR Newswire, 30. Mai 2018 <<https://www.prnewswire.com/news-releases/the-end-of-the-traditional-9-5-iwg-new-study-finds-70-per-cent-of-us-skip-the-office-to-work-elsewhere-684048561.html>>
- 24 Gaudiano, Anora M., „High-flying tech sector is vulnerable to deteriorating credit quality“, MarketWatch, 19. Juli 2018 <<https://www.marketwatch.com/story/high-flying-tech-sector-is-vulnerable-to-deteriorating-credit-quality-2018-07-18>>
- 25 Shen, Junying, and Phelps, Bruce, „Illiquid Private Assets: Interaction of Illiquid and Liquid Assets in Investor Portfolios“, PGIM Institutional Advisory Solutions, Februar 2018 <<https://www.pgim.com/insights/pgim-expertise/liquidity>>
- 26 Doidge, Craig, Karolyi, G. Andrew, and Stulz, Renee, „The US Listing Gap“, Journal of Financial Economics, Volume 123, Number 3, Seiten 464-487, 2017; World Bank Databank (Stand: 18. Juni 2019) Die Klassifizierung der Industrienationen und Schwellenländer erfolgt nach der

Länderklassifizierung von S&P (Stand: 30. Juni 2018). Soweit im Jahr 2000 Daten von bestimmten Ländern fehlten, wurden die ältesten Daten benutzt. Länder, in denen die Börse nach 2000 gegründet wurde, wurden ausgeschlossen.

- 27 „Emerging Markets at the Crossroads“, PGIM, Sommer 2017. <<https://www.pgim.com/insights/megatrends/emerging-markets/emerging-markets-crossroads>>
- 28 „U.K. Occupiers Sought Greater Flexibility in Shorter Leases and Break Clauses in Face of Brexit and Economic Uncertainties“, MSCI, 8. November 2018 <<https://www.msci.com/documents/10199/299d871f-e393-e942-f1e6-03803d6b0811>>; „Investment Performance and Lease Structure Change in the UK“, Investment Property Forum, Juli 2005. <[www.ipf.org.uk/asset/CEB2D397-44BB-49A5-868F516588E4E234/](http://www.ipf.org.uk/asset/CEB2D397-44BB-49A5-868F516588E4E234/)>
- 29 Auf Grundlage von Gesprächen mit Portfoliomanagern von PGIM.
- 30 Pearstein, Steven, „CVS bought your local drugstore, mail-order pharmacy and health insurer. What's next, your hospital?“, Washington Post, 31. Januar 2019. <[https://www.washingtonpost.com/business/cvs-bought-your-local-drugstore-mail-order-pharmacy-and-health-insurer-whats-next-your-hospital/2019/01/31/4946dcd4-1f2c-11e9-9145-3f74070bbdb9\\_story.html?utm\\_term=.6b3476872b13](https://www.washingtonpost.com/business/cvs-bought-your-local-drugstore-mail-order-pharmacy-and-health-insurer-whats-next-your-hospital/2019/01/31/4946dcd4-1f2c-11e9-9145-3f74070bbdb9_story.html?utm_term=.6b3476872b13)>
- 31 Berlingieri, Giuseppe, Blanchenay, Patrick und Criscuolo, Chiara, „The Great Divergence(s)“, OECD Policy Papers, No. 39, Mai 2017. <[https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/the-great-divergence-s\\_953f3853-en](https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/the-great-divergence-s_953f3853-en)>
- 32 Freund, Caroline and Sidhu, Dario, „Global Competition and the Rise of China“, Peterson Institute of International Economics, Februar 2017 <<https://www.piie.com/system/files/documents/wp17-3.pdf>>
- 33 „Couriers and local delivery service providers' global market share in 2017“, Statista (Stand: 18. Juni 2019) <<https://www.statista.com/statistics/236309/market-share-of-global-express-industry/>>
- 34 Autor, David et al., „The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms“, NBER Working Paper No. w23396, Mai 2017. <<https://www.nber.org/papers/w23396>>; Bessen, James, „Technology and Industry Concentration“, Boston University School of Law & Economics, No. 17-41, 22. Dezember 2017 <[https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1269&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1269&context=faculty_scholarship)>
- 35 Rajan, Raghuram G., „Disruption, Concentration, and the New Economy“, Project Syndicate, 15. Januar 2019 <<https://www.project-syndicate.org/onpoint/disruption-concentration-and-the-new-economy-by-raghuram-rajan-2019-01?barrier=accesspaylog>>
- 36 Kumparak, Greg, „Meerkat, star app of 2015, is officially dead“, TechCrunch, 30. September 2016. <<https://techcrunch.com/2016/09/30/meerkat-star-of-2015-is-officially-dead/>>; „American tech giants are making life tough for startups“, The Economist, 2. Juni 2018 <<https://www.economist.com/business/2018/06/02/american-tech-giants-are-making-life-tough-for-startups>>; Thomson, James, „Tech giants buy start-ups to kill competition, Kenneth Rogoff tells summit“, Financial Review, 7. März 2018 <<https://www.afr.com/business-summit/tech-giants-buy-startups-to-kill-competition-kenneth-rogoff-tells-summit-20180307-h0x4mn>>
- 37 Zhu, Feng, and Qihong Liu, „Competing with Complementors: An Empirical Look at Amazon.com“, Strategic Management Journal 39, No. 10 Seiten 2618–2642, Oktober 2018 <<https://www.hbs.edu/faculty/pages/item.aspx?num=54598>>
- 38 Padmanabhan, Paddy, „Digital health investments: between a rock and a 'kill zone'“, CIO, 3. Oktober 2018 <<https://www.cio.com/article/3310838/digital-health-investments-between-a-rock-and-a-kill-zone.html>>
- 39 Foroohar, Rana, „The rise of the superstar company“, Financial Times, 14. Januar 2018 <<https://www.ft.com/content/95d16c88-f795-11e7-88f7-5465a6ce1a00>>
- 40 Autor, David et al., „The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms“, NBER Working Paper No. w23396, Mai 2017. <<https://www.nber.org/papers/w23396>>
- 41 Song, Jae et al., „Firming Up Inequality“, NBER Working Paper No. w21199“, Juni 2015 <<https://www.nber.org/papers/w21199>>
- 42 Khorana, Ajay et al., „2019 Corporate Finance Priorities“, Citi, Januar 2019 <<https://www.citibank.com/commercialbank/insights/assets/docs/2019/2019-corporate-finance-priorities.pdf>>
- 43 Freedman, William, „Big Tech Returns to Building Conglomerates: Tech companies lead the way on M&A“, Global Finance, 8. März 2019 <<https://www.gfmag.com/magazine/march-2019/big-tech-returns-building-conglomerates>>
- 44 Autor, David et al., „The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms“, NBER Working Paper No. w23396, Mai 2017. <<https://www.nber.org/papers/w23396>>
- 45 Khan, Lina M., „Amazon's Antitrust Paradox“, Yale Law Journal, Volume 126, No. 3, Januar 2017 <<https://www.yalelawjournal.org/note/amazons-antitrust-paradox>>
- 46 PGIM-Analyse basierend auf Daten von S&P (Stand: 17. Juni 2019).
- 47 PGIM-Analyse basierend auf Daten von Factset (Stand: 17. Juni 2019).
- 48 Song, Jae et al., „Firming Up Inequality“, NBER Working Paper No. w21199“, Juni 2015 <<https://www.nber.org/papers/w21199>>
- 49 „American tech giants are making life tough for startups“, The Economist, 2. Juni 2018. <<https://www.economist.com/business/2018/06/02/american-tech-giants-are-making-life-tough-for-startups>>
- 50 Coolican, D'Arcy und Jin, Li, „The Dynamics of Network Effects“, Andreesen Horowitz, 13. Dezember 2018 <<https://a16z.com/2018/12/13/network-effects-dynamics-in-practice/>>
- 51 O'Brien, Sara Ashley, „Uber says it lost \$1.8 billion in 2018“, CNN Business, 15. Februar 2019. <<https://www.cnn.com/2019/02/15/tech/uber-2018-financial-report/index.html>>; Bewertung mit Stand zum 18. Juni 2019.
- 52 Friedman, Milton, „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“, The New York Times Magazine, 13. September 1970. <<http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>>
- 53 Fountain, Ben, „O Billionaires!“ The New York Review of Books, 23. Mai 2019
- 54 Handley, Lucy, „This entrepreneur set out to do good over making money, but still earned hundreds of millions of dollars“, CNBC, 4. Oktober 2018 <<https://www.cnbc.com/2018/10/04/blake-mycoskie-of-toms-shoes-set-out-to-do-good--and-made-millions.html>>

- 55 „ESG Investing“, MSCI, 2019. <<https://www.msci.com/esg-investing>>
- 56 „2018 Global Sustainable Investment Report“, Global Sustainable Investment Alliance, 2018. <[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf)>; 2016 Global Sustainable Investment Report“, Global Sustainable Investment Alliance, 2016. <[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)>
- 57 Grewal, Jody, Serafeim, George und Yoon, Aaron, „Shareholder Activism on Sustainability Issues“, Harvard Business School Working Paper, No. 17-003, Juli 2016. <<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=51379>>
- 58 Weinstein, Gail, de Wied, Warren S. und Richter, Philip, „The Road Ahead for Shareholder Activism“, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 13. Februar 2019 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/13/the-road-ahead-for-shareholder-activism/>>
- 59 Gray, Wayne B., „Environmental regulations and business decisions“, IZA Institute of Labor Economics, 2015. <<https://wol.iza.org/articles/environmental-regulations-and-business-decisions/long>>
- 60 „Sustainable finance: Commission publishes guidelines to improve how firms report climate-related information and welcomes three new important reports on climate finance by leading experts“, Europäische Kommission, 18. Juni 2019. <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-19-3034\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-3034_en.htm)>
- 61 „Interim Report of the Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry“, The Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry, 28. September 2018. <<https://financialservices.royalcommission.gov.au/Documents/interim-report/interim-report-volume-1.pdf>>
- 62 Mohan, Vishwa, „Centre to ensure 24x7 real time monitoring of pollution from industries“, The Times of India, 7. März 2016. <<https://timesofindia.indiatimes.com/home/environment/Centre-to-ensure-24x7-real-time-monitoring-of-pollution-from-industries/articleshow/51295656.cms>>; Aggarwal, Mayank, „CPCB pushes for broader adoption of emissions monitoring systems“, Monga Bay, 11. September 2018. <<https://india.mongabay.com/2018/09/cpcb-pushes-for-broader-adoption-of-emissions-monitoring-systems/>>
- 63 Olivier, Jan, „The Board and ESG“, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulations“, 25. Februar 2019. <<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/25/the-board-and-esg/>>
- 64 Jenkin, Matthew, „Millennials want to work for employers committed to values and ethics“, The Guardian, 5. Mai 2015. <<https://www.theguardian.com/sustainable-business/2015/may/05/millennials-employment-employers-values-ethics-jobs>>; Mejjia, Zameena, „Nearly 9 out of 19 millennials would consider taking a pay cut to get this“, CNBC, 28. Juni 2018. <<https://www.cnbc.com/2018/06/27/nearly-9-out-of-10-millennials-would-consider-a-pay-cut-to-get-this.html>>
- 65 Shridhar, Amrutha, „2018 Survey Results: Using Consumer Types to Understand the Path to Purchase“, Euromonitor International, 2018. <[https://go.euromonitor.com/white-paper-survey-2018-survey-consumer-types.html?utm\\_campaign=EC-Report-Promotions&utm\\_medium=Blog&utm\\_source=Blog&utm\\_content=e-comm-report-promotion#download-link](https://go.euromonitor.com/white-paper-survey-2018-survey-consumer-types.html?utm_campaign=EC-Report-Promotions&utm_medium=Blog&utm_source=Blog&utm_content=e-comm-report-promotion#download-link)>
- 66 „Battle of the Wallets: The Changing Landscape of Consumer Activism“, Weber Shandwick and KRC Research, 2018. <[https://www.webershandwick.com/wp-content/uploads/2018/05/Battle\\_of\\_the\\_Wallets.pdf](https://www.webershandwick.com/wp-content/uploads/2018/05/Battle_of_the_Wallets.pdf)>
- 67 Amel-Zadeh, Amir und Serafeim, George, „Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey“, Financial Analysts Journal 74, No. 3, Seiten 87-102, drittes Quartal 2018. <<https://www.hbs.edu/faculty/pages/item.aspx?num=54146>>
- 68 Wakabayashi, Daisuke und Shane, Scott, „Google Will Not Renew Pentagon Contract That Upset Employees“, New York Times, 1. Juni 2018. <<https://www.nytimes.com/2018/06/01/technology/google-pentagon-project-maven.html>>
- 69 Hansmann, Henry, and Thomsen, Steen, „The Governance of Foundation-Owned Firms“, Center for Corporate Governance at Copenhagen Business School, November 2018. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3112766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3112766)>
- 70 „State by State Status of Legislation“, Benefit Corporation (Stand: 19. August 2019) <<https://benefitcorp.net/policymakers/state-by-state-status>>
- 71 Serafeim, George und Fulton, Mark, „Divestment Alone Won't Beat Climate Change“, Harvard Business Review, 4. November 2014. <<https://hbr.org/2014/11/divestment-alone-wont-beat-climate-change>>
- 72 Douglas, Elyse, Van Holt, Tracy und Whelan, Tensie, „Responsible Investing: Guide to ESG Data Providers and Relevant Trends“, Journal of Environmental Investing 8, No. 1, 2017. <<https://cbey.yale.edu/sites/default/files/Responsible%20Investing%20-%20Guide%20to%20ESG%20Data%20Providers%20and%20Relevant%20Trends.pdf>>
- 73 Livnat, Joshua, Smith, Gavin, Suslava, Kate und Tarlie, Martin, „Do Directors Have a Use-By Date? Examining the Impact of Board Tenure on Firm Performance“, 23. Februar 2016. <<https://ssrn.com/abstract=2727473>>
- 74 Henriksson, Roy, Livnat, Joshua, Pfeifer, Patrick und Stumpp, Margaret, „Integrating ESG in Portfolio Construction“, QMA, Juni 2018. <[https://www.qma.com/assets/pdf/QMA\\_Integrating\\_ESG\\_in\\_Portfolio\\_Construction.pdf](https://www.qma.com/assets/pdf/QMA_Integrating_ESG_in_Portfolio_Construction.pdf)>
- 75 Grewal, Jody, Serafeim, George und Yoon, Aaron, „Shareholder Activism on Sustainability Issues“, Harvard Business School Working Paper, No. 17-003, Juli 2016. <<https://www.hbs.edu/faculty/pages/item.aspx?num=51379>>
- 76 Douglas, Elyse, Van Holt, Tracy und Whelan, Tensie, „Responsible Investing: Guide to ESG Data Providers and Relevant Trends“, Journal of Environmental Investing 8, No. 1, 2017. <<https://cbey.yale.edu/sites/default/files/Responsible%20Investing%20-%20Guide%20to%20ESG%20Data%20Providers%20and%20Relevant%20Trends.pdf>>
- 77 Nauman, Bill, „Amazon under fire over carbon disclosure“, Financial Times, 16. Juni 2019. <<https://www.ft.com/content/2695bd00-8fa2-11e9-aea1-2b1d33ac3271>>
- 78 Bradford, Hazel, „Demand grows for SEC rule on ESG disclosure“, Pensions & Investments, 15. Oktober 2018 <<https://www.pionline.com/article/20181015/PRINT/181019922/demand-grows-for-sec-rule-on-esg-disclosure>>. Dazu gehörten das California Public Employees Retirement System, das Seattle City Employees' Retirement System, der New York State Common Retirement Fund, und die Connecticut Retirement Plans & Trust Funds.
- 79 Clayton, Jay, „Remarks to the SEC Investor Advisory Committee“, U.S. Securities and Exchange Commission, 13. Dezember 2018. <<https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-remarks-investor-advisory-committee-meeting-121318>>

# Wichtige Informationen

Die hier enthaltenen Informationen werden von PGIM, Inc. bereitgestellt. PGIM, Inc. ist die wichtigste Vermögensverwaltungsgesellschaft von PFI und in den USA bei der US-Wertpapierbehörde SEC als Anlageberater registriert. PGIM ist ein Handelsname von PGIM, Inc. und den weltweiten Tochtergesellschaften und verbundenen Gesellschaften des Unternehmens. PFI gehört nicht zum Unternehmensverbund Prudential plc., der seinen Hauptsitz in Großbritannien hat.

Im Vereinigten Königreich und verschiedenen anderen europäischen Jurisdiktionen werden Informationen von PGIM Limited bereitgestellt, einer indirekten Tochtergesellschaft von PGIM, Inc. Eingetragener Geschäftssitz von PGIM Limited: PGIM Limited (eingetragener Geschäftssitz: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR) ist von der britischen Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority) zugelassen und wird von dieser reguliert (Registernummer 193418). PGIM Limited verfügt in verschiedenen Jurisdiktionen des EWR über Passporting-Rechte. Diese Materialien werden für Personen bereitgestellt, die professionelle Kunden oder zugelassene Gegenparteien im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU (MIFIDII) sind und für eigene Rechnung, Dachfonds oder im Rahmen von Kundenmandaten mit Ermessensspielraum investieren. In Singapur werden die Informationen durch PGIM (Singapore) Pte. Ltd. (PGIM Singapore) bereitgestellt, einem Investmentmanager aus Singapur. PGIM Singapore ist von der Finanzaufsicht in Singapur (Monetary Authority of Singapore) als Kapitalmarktdienstleister zugelassen und als befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) anerkannt (Registernummer: 199404146N). Dieses Material wird von PGIM Singapore als allgemeines Informationsangebot für „institutionelle Investoren“ gemäß Section 304 Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore (SFA) und für „akkreditierte Investoren“ und andere relevante Personen gemäß den Bedingungen aus Section 305 SFA bereitgestellt. In Japan werden Informationen von PGIM Japan Co., Ltd. (PGIM Japan) bereitgestellt, einem bei der japanischen Finanzdienstleistungsaufsicht registrierten Finanzdienstleister („Financial Instruments Business Operator“). PGIM, Inc. hat im Oktober 2004 in Südkorea eine Vermögensverwaltungslizenz erhalten und ist daher berechtigt, Vermögens-Verwaltungsdienstleistungen unmittelbar an Investoren aus Südkorea zu erbringen. In Hongkong werden die Informationen von Repräsentanten der PGIM (Hong Kong) Limited bereitgestellt, einem von der Börsenaufsicht in Hongkong regulierten Unternehmen. Die Bereitstellung erfolgt an professionelle Investoren im Sinne von Part 1 von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance. PGIM, Inc. benötigt in Bezug auf Finanzdienstleistungen keine australische Finanzdienstleistungslizenz nach dem Corporations Act 2001. Grund für die Befreiung ist die Tatsache, dass PGIM, Inc. der Regulierung durch die US-Wertpapierbehörde Securities and Exchange Commission nach US-amerikanischen Recht unterliegt, einschließlich der geltenden bundesstaatlichen Gesetze und der ASIC Class Order 03/1100. Die Gesetze der USA unterscheiden sich von den Gesetzen Australiens.

Dieses Material dient ausschließlich für informatorische Zwecke. Die Informationen sind nicht als Anlageberatung zu verstehen und stellen keine Empfehlung in Bezug auf Vermögensanlage oder Vermögensverwaltung dar. PGIM handelt bei der Bereitstellung dieser Unterlagen nicht als Ihr treuepflichtiger Vermögensverwalter.

Diese Dokumente stellen die Ansichten, Meinungen und Empfehlungen des/der Autor(en) in Bezug auf die darin erörterten wirtschaftlichen Bedingungen, Assetklassen, Wertpapiere, Emittenten oder Finanzinstrumente dar. Eine Weitergabe dieser Informationen an andere Personen als den ursprünglichen Adressaten oder seine Berater ist nicht gestattet. Die vollständige oder auszugsweise Reproduktion dieser Dokumente und die Weitergabe darin enthaltener Inhalte ist nur mit dem vorherigen Einverständnis von PGIM zulässig. Bestimmte hier enthaltene Informationen stammen aus Quellen, die PGIM zum Publikationszeitpunkt als zuverlässig erachtet; PGIM kann aber keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit derartiger Informationen übernehmen, und nicht garantieren, dass derartige Informationen nicht der Änderung unterliegen. Die in diesen Dokumenten enthaltenen Informationen sind zum Publikationszeitpunkt auf dem aktuellen Stand (bzw. zu einem früheren in diesem Dokument genannten Stichtag) und können ohne Vorankündigung geändert werden. PGIM ist nicht verpflichtet, diese Informationen in Gänze oder in Auszügen zu aktualisieren, und wir übernehmen keinerlei Gewähr (ausdrücklich oder konkludent) für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit noch haften wir für Fehler. Diese Dokumente sind nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten oder Investmentmanagement-Dienstleistungen gedacht und sollten nicht als Grundlage von Investmententscheidungen genutzt werden. Es gibt kein Risikomanagementverfahren, das eine Minderung oder Beseitigung von Risiken in jedem Marktumfeld garantieren kann. Die Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie und gewährt keine zuverlässigen Anhaltspunkte für die Zukunft. Es ist möglich, dass der Wert eines Investments sinkt. Jegliche Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aufgrund einer Nutzung der in diesem Bericht enthaltenen oder daraus abgeleiteten Informationen wird abgelehnt. PGIM und seine verbundenen Unternehmen können Anlageentscheidungen treffen, die den in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Ansichten zuwiderlaufen, auch im Rahmen ihres jeweiligen Eigenhandels. Sämtliche in diesem Dokument enthaltenen Prognosen und Vorhersagen gelten zum Zeitpunkt dieser Präsentation und können ohne Vorankündigung geändert werden. Die tatsächlichen Daten können abweichen und sind daher an dieser Stelle gegebenenfalls nicht berücksichtigt. Prognosen und Vorhersagen unterliegen erheblichen Unsicherheiten. Sämtliche Prognosen und Vorhersagen sollten daher lediglich als Beispiele für ein breites Spektrum möglicher Entwicklungen verstanden werden. Prognosen und Vorhersagen sind Schätzungen, die auf Grundlage von Annahmen erfolgen. Sie unterliegen in erheblichem Umfang der Revision und können sich als Folge von Veränderungen des wirtschaftlichen und Umfelds und der Marktbedingungen signifikant ändern. PGIM ist nicht verpflichtet, in Bezug auf Prognosen oder Vorhersagen Änderungen oder Aktualisierungen bereitzustellen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Empfehlungen ziehen die Umstände, Ziele und Bedürfnisse individueller Kunden nicht in Betracht und sind nicht als Empfehlungen bestimmter Wertpapiere, Finanzinstrumente oder Strategien für bestimmte Kunden oder potenzielle Kunden gedacht. Es wurde nicht ermittelt, ob Wertpapiere, Finanzinstrumente oder Strategien für bestimmte Kunden oder potenzielle Kunden geeignet sind. Es obliegt dem/den Empfänger(n) dieses Dokuments, unabhängig Entscheidungen zu den in diesem Dokument genannten Wertpapieren oder Finanzinstrumenten zu treffen.

Interessenkonflikte: Zwischen PGIM (und seinen verbundenen Unternehmen) und den Emittenten von Wertpapieren, die in diesem Dokument genannt werden, können Anlageberatungs- und oder sonstige Geschäftsbeziehungen bestehen. PGIM und die verbundenen Unternehmen, die Geschäftsführung, die leitenden Angestellten und Mitarbeiter von PGIM Fixed Income können gegebenenfalls Long- oder Short-Positionen in Wertpapieren oder Finanzinstrumenten halten, die in diesem Dokument genannt werden, oder diese Wertpapiere oder Finanzinstrumente handeln. PGIM und verbundene Unternehmen von PGIM Fixed Income können Research entwickeln und publizieren, der von den hier dargestellten Empfehlungen unabhängig ist und von diesen abweichen. PGIM-Personal (außer dem/den Autoren), etwa aus dem Vertriebs-, Marketing- und Handelsbereich, kann mündlich oder schriftlich Marktcommentare, Ideen oder eigene Investmentansätze an Kunden kommunizieren, die von den hier dargestellten Ansichten abweichen.

© 2019 PFI und zugehörige Unternehmen. PGIM, das PGIM-Logo und das Rock-Symbol sind Dienstleistungsmarken von Prudential Financial, Inc. und seinen zugehörigen Unternehmen und in zahlreichen Jurisdiktionen weltweit eingetragen.

19/8-1363



# PGIM: DIE SECHS WICHTIGSTEN MEGATRENDS

Der Wandel des globalen Umfelds und seine Auswirkungen auf die Investitionen von morgen



## 1. Die technologische Revolution

Wir leben in einem Zeitalter revolutionärer technologischer Veränderungen. Wir bei PGIM sind davon überzeugt, dass dies tiefgreifende Konsequenzen für Investoren haben wird. Die Investmentlandschaft wird sich in allen Anlageklassen und weltweit radikal verändern.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf pgim.com/tech](https://pgim.com/tech)



## 2. Das Ende der Souveränität?

Nie zuvor haben sich Menschen, Informationen und Kapital so schnell und in solchen Mengen über Ländergrenzen bewegt. In diesem Whitepaper befassen wir uns mit dem zunehmenden Konflikt zwischen Globalisierung und Nationalismus, den möglichen Implikationen für die globalen Finanzmärkte und wie langfristige Investoren sich in diesen unsicheren Zeiten am besten positionieren können.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf pgim.com/sovereignty](https://pgim.com/sovereignty)



## 3. Schwellenmärkte am Scheideweg

Die radikale Veränderung der Antriebsfaktoren für das Wachstum der Schwellenmärkte wird Investoren zwingen, neue Investmentansätze zu entwickeln. Die Identifizierung von Anlagechancen erfordert dabei selektive Investitionen in neue Wachstumstreiber und nicht in das breite Anlageuniversum.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf pgim.com/em](https://pgim.com/em)



## 4. Die Lichtseite

Die in der Menschheitsgeschichte einmalige Alterung der Weltbevölkerung schafft Chancen bei Seniorenwohnheimen, Apartmentkomplexen, Biotech und in der wachsenden „Silvertech“-Branche. Angesichts der Auswirkungen dieses Trends auf das Verbraucherverhalten und seine weitreichenden Implikationen für Schwellenländer, in denen zwei Drittel der weltweiten Seniorenbevölkerung leben, sollten institutionelle Investoren die möglichen Konsequenzen dieses Megatrends für ihre Portfolios nicht ignorieren.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf pgim.com/longevity](https://pgim.com/longevity)

*(Fortsetzung auf der nächsten Seite)*

# PGIM: DIE SECHS WICHTIGSTEN MEGATRENDS

Der Wandel des globalen Umfelds und seine Auswirkungen auf die Investitionen von morgen



## 5. Langlebigkeit und Verbindlichkeiten

Die weltweite Zunahme der Lebenserwartung hat Implikationen für die Verbindlichkeiten von Altersvorsorgeplänen, die vielfach unterschätzt werden. Die neuesten Sterblichkeitstabellen zeigen, dass sich das Langlebigkeitsrisiko für Rententrägerverpflichtungen in den nächsten zwei bis drei Jahrzehnten dramatisch erhöhen könnte. Dieser Bericht untersucht die Herausforderungen und mögliche Ansätze zur Risikominderung.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf pgim.com/longevity](https://pgim.com/longevity)



## 6. Der Reichtum der Städte

Noch nie schritt die Urbanisierung so schnell fort wie heute: Jedes Jahr ziehen 60 bis 70 Millionen Menschen in die Städte, ein Trend, der sich in den nächsten Jahrzehnten fortsetzen wird. Um institutionellen Investoren dabei zu helfen, von dieser Hochzeit der Urbanisierung zu profitieren, stellen wir eine Reihe spezifischer Investmentideen für die großen Investmentthemen dieses Megatrends vor.

🔗 [Lesen Sie das Whitepaper auf wealthofcities.com](https://wealthofcities.com)



PGIM, Inc.  
655 Broad Street  
Newark, NJ 07102, USA

Für Medien-Anfragen und sonstige Anliegen wenden  
Sie sich bitte an [thought.leadership@pgim.com](mailto:thought.leadership@pgim.com).

Sie finden uns im Internet unter [www.pgim.com](http://www.pgim.com).

Folgen Sie uns unter @PGIM auf LinkedIn, Twitter  
und YouTube für aktuelle Neuigkeiten und Inhalte.